

传媒行业

业绩分化+细分龙头效应凸显，下半年 ROE 将有望企稳回升

分析师： 旷实

分析师： 朱可夫



SAC 执证号: S0260517030002



SAC 执证号: S0260518080001

SFC CE.no: BNV294



010-59136610



0755-23942152



kuangshi@gf.com.cn



zhukefu@gf.com.cn

请注意，朱可夫并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

核心观点：

1) 19H1 传媒子行业营收增速放缓，净利润环比改善

19H1 传媒行业实现营业收入 2445.65 亿元，增速下滑至 1.45%。19Q2 实现营业收入 1298 亿元，环比增长 15.4%，同比持平。19H1 传媒行业归母净利润同降 18.0% 至 261.83 亿元；19Q2 实现归母净利润 136.38 亿元 (QoQ+9.53%，YoY-20.0%)。在东方财富、中公教育带动下，行业经营性现金流大幅回暖。考虑到行业去年 Q4 计提了大量的商誉和资产减值，今年下半年大概率不会发生行业层面的巨额减值，行业 ROE 在下半年有望企稳回升。

2) 各板块利润均有回落，互联网、游戏、出版板块季度边际企稳

考虑到院线、影视内容和广告（主要系分众）板块今年的特殊性，剔除后上述板块后行业整体净利润增长约为 5%，相比去年同口径的 1% 增速略高。分行业来看，19H1 营收增长前三的子板块分别为：教育板块 205.87 亿元 (YOY+17.26%)、互联网板块 201.24 亿元 (YOY+13.7%)、游戏板块 350.75 亿元 (YOY+15.44%)。单季度来看，19Q2 营收增长前三的子板块分别为：教育 (YOY+17.31%)、游戏 (YOY+16.2%)、电影院线 (YOY+13.32%)。而归母净利润上出版 (65.43 亿元，+4.43% YoY)、互联网板块 (20.51 亿元，+11.75% YoY) 实现正增长。

3) 分行业来看，我们认为行业已经触及底部，下半年 ROE 回升或带动行业景气度向上：

- 互联网：19H1 流量红利明确见顶，上半年主要风口系付费市场与电商直播，互联网广告仍承压。
- 游戏：监管逐步缓和带来 19H1 行业回暖，中远期的三条线索分别为品类创新、出海和云游戏，当前估值较低，龙头公司增速超预期，推荐三七互娱、完美世界、吉比特、顺网科技等。
- 院线：《哪吒》票房大卖托起暑期档，头部影投新建速度已经放缓，行业已经逐步触底。
- 出版：零售市场保持两位数增长，自有渠道和长销书公司为关注重点，头部公司中报超预期，当前龙头公司资产丰厚，仍处于估值底部，可持续关注凤凰传媒、新经典、中国出版、中国科传等标的。
- 营销：需求端受经济周期影响疲软，我们长期看好楼宇广告价值和出海投放机会释放。
- 教育：鼓励和规范政策逐步推进落地，职教和教育信息化龙头公司中报亮眼，推荐关注视源股份、鸿合科技。
- 广电：有线增长疲软，市场关注重点仍是全国一张网整合进度；新媒体 IPTV/OTT 业务高增长确定性强，持续关注芒果超媒、新媒股份。
- 影视内容：强监管下下半年或确认底部，渠道端内容成本降低和消费端会员增长，持续关注芒果超媒。

风险提示：行业监管趋严的风险；文娱消费需求不及预期的风险。

相关研究：

游戏行业：手游流量运营兴于渠道迭代，未来将走向精细化、智能化、全球化

2019-08-27

传媒行业：7 月畅销榜数据跟踪：暑期带动中小学阅读

2019-08-21

【广发传媒&海外】美团点评系列报告之一：从 Groupon、Yelp 发展历程解析美团点评到店业务成长路径

2019-08-14

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

本报告联系人： 叶敏婷 021-60759783 yeminting@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表

| 股票简称 | 股票代码 | 货币 | 最新 收盘价 | 最近 报告日期 | 评级 | 合理价值 (元/股) | EPS(元) | | PE(x) | | EV/EBITDA(x) | | ROE(%) | |
|------|-----------|-----|-----------|------------|----|---------------|--------|-------|-------|-------|--------------|-------|--------|-------|
| | | | | | | | 2019E | 2020E | 2019E | 2020E | 2019E | 2020E | 2019E | 2020E |
| 光线传媒 | 300251.SZ | 人民币 | 8.90 | 2019/4/25 | 增持 | 8.71 | 0.25 | 0.32 | 36.06 | 27.81 | 45.7 | 33.5 | 7.70 | 8.90 |
| 横店影视 | 603103.SH | 人民币 | 14.96 | 2019/8/29 | 增持 | 21.37 | 0.45 | 0.62 | 33.24 | 24.13 | 17.2 | 12.7 | 11.20 | 13.40 |
| 芒果超媒 | 300413.SZ | 人民币 | 47.91 | 2019/8/29 | 买入 | 47.16 | 1.18 | 1.45 | 40.63 | 32.98 | 8.1 | 6.3 | 15.10 | 14.70 |
| 视觉中国 | 000681.SZ | 人民币 | 23.11 | 2019/8/6 | 买入 | 24 | 0.46 | 0.60 | 50.55 | 38.43 | 45.3 | 33.5 | 10.18 | 11.62 |
| 平治信息 | 300571.SZ | 人民币 | 47.85 | 2018/10/29 | 买入 | - | 2.29 | 3.04 | 20.86 | 15.76 | 11.8 | 8.3 | 36.50 | 33.60 |
| 万达电影 | 002739.SZ | 人民币 | 16.22 | 2019/8/21 | 买入 | 17.8 | 0.63 | 0.97 | 25.67 | 16.72 | 10.7 | 8.3 | 7.24 | 9.95 |
| 新媒股份 | 300770.SZ | 人民币 | 92.00 | 2019/8/29 | 买入 | 100 | 2.50 | 3.37 | 36.79 | 27.27 | 31.5 | 22.2 | 30.10 | 28.90 |
| 蓝色光标 | 300058.SZ | 人民币 | 5.79 | 2019/8/23 | 买入 | 5.75 | 0.28 | 0.32 | 20.68 | 18.09 | 15.0 | 10.4 | 8.60 | 8.90 |
| 完美世界 | 002624.SZ | 人民币 | 28.58 | 2019/8/11 | 买入 | 28.95 | 1.63 | 1.90 | 17.54 | 15.08 | 13.5 | 10.5 | 21.93 | 19.08 |
| 吉比特 | 603444.SH | 人民币 | 269.50 | 2019/8/13 | 买入 | 255 | 12.75 | 15.20 | 21.14 | 17.73 | 13.6 | 11.0 | 24.60 | 23.70 |
| 三七互娱 | 002555.SZ | 人民币 | 17.64 | 2019/8/27 | 买入 | 19.32 | 0.97 | 1.14 | 18.26 | 15.45 | 14.2 | 10.8 | 24.21 | 22.86 |
| 美吉姆 | 002621.SZ | 人民币 | 12.77 | 2019/9/3 | 增持 | 13 | 0.25 | 0.27 | 51.68 | 48.06 | 28.6 | 25.0 | 9.20 | 9.00 |
| 视源股份 | 002841.SZ | 人民币 | 88.35 | 2019/8/25 | 买入 | 81.6 | 2.46 | 2.86 | 35.88 | 30.87 | 28.1 | 23.8 | 31.20 | 26.60 |
| 鸿合科技 | 002955.SZ | 人民币 | 58.08 | 2019/8/16 | 买入 | 74 | 2.96 | 3.57 | 19.63 | 16.30 | 11.9 | 9.4 | 13.04 | 13.59 |
| 分众传媒 | 002027.SZ | 人民币 | 5.54 | 2019/8/22 | 买入 | 6.6 | 0.13 | 0.22 | 41.51 | 25.54 | 27.8 | 18.3 | 12.10 | 16.40 |
| 新经典 | 603096.SH | 人民币 | 61.87 | 2019/8/18 | 买入 | 71.5 | 2.07 | 2.44 | 29.85 | 25.34 | 24.6 | 20.2 | 14.55 | 15.40 |
| 中南传媒 | 601098.SH | 人民币 | 12.47 | 2019/8/28 | 增持 | 14.03 | 0.74 | 0.79 | 16.81 | 15.82 | 6.0 | 5.1 | 9.40 | 9.70 |
| 中信出版 | 300788.SZ | 人民币 | 42.46 | 2019/8/28 | 买入 | 42.17 | 1.32 | 1.58 | 32.17 | 26.91 | 25.6 | 20.6 | 14.50 | 15.20 |
| 中国科传 | 601858.SH | 人民币 | 12.39 | 2019/8/30 | 买入 | 14.92 | 0.61 | 0.68 | 20.19 | 18.14 | 14.6 | 11.8 | 12.50 | 12.70 |
| 凤凰传媒 | 601928.SH | 人民币 | 9.01 | 2019/8/29 | 买入 | 9.88 | 0.63 | 0.70 | 14.26 | 12.92 | 7.9 | 6.5 | 11.50 | 12.10 |
| 中国出版 | 601949.SH | 人民币 | 6.71 | 2019/8/30 | 买入 | 7.77 | 0.37 | 0.41 | 18.12 | 16.44 | 10.9 | 9.2 | 10.00 | 10.30 |
| 猫眼娱乐 | 01896.HK | 港元 | 11.32 | 2019/8/18 | 买入 | 17.38 | 0.38 | 0.62 | 26.37 | 16.26 | 16.5 | 10.9 | 10.56 | 13.14 |
| 美团点评 | 03690.HK | 港元 | 74.05 | 2019/8/25 | 买入 | 79.64 | -0.78 | 0.42 | - | - | - | 63.8 | -5.35 | 2.93 |
| 爱奇艺 | IQ.O | 美元 | 17.24 | 2019/8/21 | 买入 | 25.32 | -2.00 | -1.32 | - | - | - | - | -90 | -115 |

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

目录索引

| | |
|---|----|
| 样本筛选和行业分类: | 8 |
| 一、 总体: 营收增速低迷, 利润端环比改善 | 8 |
| 1.1 营收增速加速见底, 净利润环比改善 | 9 |
| 1.2 管理费用下降, 销售、财务费用持续提升, 总体净利率下行 | 10 |
| 二、 各板块利润均有回落, 互联网、游戏板块边际向好 | 12 |
| 三、 互联网: 时长红利即将见顶, 电商直播成为新风口 | 14 |
| 3.1 互联网流量红利明确见顶, 下沉市场&巨头争仍是下半年主旋律 | 14 |
| 3.2 互联网广告迎来至暗时刻, 付费经济&电商直播成为风口 | 17 |
| 3.3 财务数据: 东财带动下板块维持正增长, 芒果上半年利润增速亮眼 | 18 |
| 四、 游戏: 监管边际缓和, 5G 时代云游戏或为长逻辑 | 20 |
| 4.1 19H1 手游行业增速 20% 逐步回暖, 市场集中度进一步提升 | 20 |
| 4.2 行业未来三条线索: 内容创新、海外市场和云游戏 | 21 |
| 4.3 财务数据: 头部公司增速两眼, 行业两级分化严重 | 22 |
| 五、 院线: 业绩低谷, 静待行业拐点 | 25 |
| 5.1 上半年票房首次同比下滑, 低线城市回落明显 | 25 |
| 5.2 头部影投新建速度放缓, 单银幕产出持续回落 | 26 |
| 5.3 《哪吒》票房大卖托起暑期档, 国产动画电影市场空间打开 | 29 |
| 5.4 财务分析: 整体业绩表现低于预期, 静待行业拐点到来 | 30 |
| 六、 出版行业: 利润边际改善, 估值位于底部, 建议关注业绩稳健的龙头公司 | 34 |
| 6.1 图书零售市场保持两位数增长, 关注掌握自有渠道和长销书资源的公司 | 34 |
| 6.2 上市公司: 营收平稳增长, 利润率边际改善 | 36 |
| 6.3 财务分析: 资产丰厚, 板块估值位于历史低位 | 38 |
| 七、 营销: 需求拐点需等待, 长期仍看好楼宇广告价值 | 39 |
| 7.1 行业现状: 需求端疲软持续, 广告主结构调整推进 | 39 |
| 7.2 未来趋势: 看好出海投放机会, 长期仍看好楼宇广告价值 | 41 |
| 7.3 上市公司表现: 经济下行需求端有一定压力 | 42 |
| 八、 教育: 教育各版块鼓励及规范政策推进落地, 关注职教以及教育信息化 | 45 |
| 8.1 行业现状: 鼓励及规范政策频出台, 政策仍是板块主要催化剂 | 45 |
| 8.2 上市公司表现: 职教及教育信息化龙头标的表现亮眼 | 46 |
| 九、 广电: 有线增长疲软, 新媒体运营商持续增长; 5G 或推动新业态发展 | 49 |
| 9.1 行业现状: 有线电视发展疲软, 新媒体 IPTV 及 OTT 持续增长 | 49 |
| 9.2 未来发展: 5G 时代来临, 全国一网推进有望加速 | 51 |
| 9.3 上市公司表现: 有线电视运营商营收增长缓慢, 新媒体运营商保持高速增长 | 52 |
| 十、 影视内容: 行业严监管期, 会员引领视频网站增长 | 54 |
| 10.1 电视剧: 备案数和发行数量同比下滑, 现代题材剧表现突出 | 54 |
| 10.2 视频网站: 内容成本下行, 会员仍处于快速增长长期 | 56 |
| 10.3 财务数据: 影视内容毛利率显著缩窄, 上半年缺少重磅项目确认 | 57 |
| 风险提示 | 60 |

图表索引

| | |
|---------------------------------------|----|
| 图 1: 2019H1 传媒行业盈利分布图 (与去年同期相比) | 8 |
| 图 2: 传媒样本公司亏损和盈利比例变化 | 8 |
| 图 3: 传媒行业营业收入 (亿元) 和增速 (%) | 9 |
| 图 4: 传媒行业归母净利润 (亿元) 和增速 (%) | 9 |
| 图 5: 传媒单季度收入 (亿元) 和增速 (%) | 9 |
| 图 6: 传媒单季度归母净利润 (亿元) | 9 |
| 图 7: 各年份盈利公司的净利润增速分布 (家) | 10 |
| 图 8: 传媒行业毛利率及净利率 (%) | 10 |
| 图 9: 传媒行业期间费用率 (%) (财务在右轴) | 10 |
| 图 10: 传媒行业经营性现金流净额 (亿元) | 11 |
| 图 11: 2019H1 分行业营业收入 (亿元) 和同比增速 (%) | 12 |
| 图 12: 2019Q2 分行业营业收入 (亿元) 和同比增速 (%) | 12 |
| 图 13: 2019H1 分行业净利润 (亿元) 和同比增速 (%) | 13 |
| 图 14: 2019Q2 分行业归母净利润 (亿元) 和同比增速 (%) | 13 |
| 图 15: 2019H1 各板块亏损公司数量 (家) | 14 |
| 图 16: 传媒行业近 3 年 PE-TTM 走势 | 14 |
| 图 17: 传媒板块近 3 年分行业 PE-TTM 走势 | 14 |
| 图 18: 19H1 上半年移动互联网用户仅增长 400 万 | 15 |
| 图 19: 19Q2 网民平均每日使用手机时长已经达到近 6 小时 | 15 |
| 图 20: 中国移动互联网用户人均单日使用时长 | 16 |
| 图 21: 移动互联网分城市等级人均单日使用时长变化 | 16 |
| 图 22: 腾讯、字节、阿里、百度系在移动互联网时长当中占比情况 | 16 |
| 图 23: 2019 年互联网典型付费市场均迎来增长 | 18 |
| 图 24: 2019 年淘宝直播贡献的 GMV 越来越重要 | 18 |
| 图 25: 互联网板块营收 (亿元) 和同比增速 (%) | 18 |
| 图 26: 互联网板块净利润 (亿元) 和同比增速 (%) | 18 |
| 图 27: 互联网板块毛利率和净利率 (%) | 19 |
| 图 28: 互联网板块费用率情况 (%) | 19 |
| 图 29: 19Q1 移动游戏市场规模同增 18% 达到 365.9 亿元 | 20 |
| 图 30: 手游市场半年度销售收入推移 | 20 |
| 图 31: 手游市场规模季度推移情况一览 | 20 |
| 图 32: 游戏板块海外市场收入和增速情况 | 21 |
| 图 33: 中国手游市场海外市场份额占比上升至 16% | 21 |
| 图 34: 厂商正准备定义云游戏的评价标准、核心使用场景 | 22 |
| 图 35: 游戏板块营收 (亿元) 和同比增速 (%) | 22 |
| 图 36: 游戏板块净利润 (亿元) 和同比增速 (%) | 22 |
| 图 37: 游戏板块毛利率和净利率 (%) | 23 |
| 图 38: 游戏板块费用率情况 (%) | 23 |
| 图 39: 游戏板块经营性现金流 (亿元) 及其增速 (%) | 23 |

| | |
|---|----|
| 图 40: 游戏板块应收账款和周转天数推移 | 23 |
| 图 41: 游戏板块经营性现金流 (亿元) 及其增速 (%) | 24 |
| 图 42: 游戏行业 19Q1-Q2 单季度 ROE 维持在 3% 以上 | 24 |
| 图 43: 单季电影票房 (亿元) 和同比增速 (%) | 25 |
| 图 44: 各线城市 2019H1 票房 (亿元) 和同比增速 | 25 |
| 图 45: 各线城市 2019H1 观影人次和同比增速 | 25 |
| 图 46: 国产和进口影片的豆瓣票房加权评分 | 26 |
| 图 47: 国产和进口影片的猫眼票房加权评分 | 26 |
| 图 48: 全国总体影院数量 (家) 和同比增速 (%) | 26 |
| 图 49: 全国总体银幕数量 (块) 和同比增速 (%) | 26 |
| 图 50: 影投公司票房集中度月度走势 (%) | 27 |
| 图 51: 2019H1 分城线单银幕产出 (万元/块) 和同比增速 (%) | 28 |
| 图 52: 2013 年 1 月~2019 年 6 月单银幕产出 (万元/块) 和同比增速 (%) | 28 |
| 图 53: 2012~2019 年暑期档票房 (亿元) 和同比增速 (%) | 29 |
| 图 54: 《哪吒: 魔童降世》与其他 40 亿以上影片单日票房走势 (万元) | 30 |
| 图 55: 院线板块营业收入 (亿元) 和同比增速 (%) | 31 |
| 图 56: 院线板块归母净利润 (亿元) 和同比增速 (%) | 31 |
| 图 57: 院线单季度营收 (亿元) 和环比增速 (%) | 31 |
| 图 58: 院线单季度净利润 (亿元) 和环比增速 (%) | 31 |
| 图 59: 院线板块毛利率和净利率 (%) | 32 |
| 图 60: 院线板块三大期间费用率 (%) | 32 |
| 图 61: 购建固定资产的现金流支出 (亿元) 和同比增速 (%) | 33 |
| 图 62: 主要院线公司的人均广告和卖品收入 (元/人) | 33 |
| 图 63: 万达人均广告收入和人均卖品收入 (元/人) | 33 |
| 图 64: 2019 年 H1 图书零售细分市场的码洋增速 | 35 |
| 图 65: 2000-2018 图书零售市场的新书贡献率 | 36 |
| 图 66: 2010-2019H1 图书零售市场的公版书贡献率 | 36 |
| 图 67: 2015-2019H1 出版行业营收及同比增速 | 36 |
| 图 68: 2015-2019H1 出版行业的净利润及同比增速 | 36 |
| 图 69: 2018-2019Q2 出版行业营收及同比增速 | 37 |
| 图 70: 2018-2019Q2 出版行业的净利润及同比增速 | 37 |
| 图 71: 2015-2019H1 出版行业毛利率和净利率 | 38 |
| 图 72: 2015-2019H1 出版行业的期间费率 | 38 |
| 图 73: 2015-2019H1 出版行业的资产情况 | 39 |
| 图 74: 2015-2019H1 出版行业的周转率 | 39 |
| 图 75: 过去 3 年出版板块的 PE (TTM) 估值中位数 (单位: 倍) | 39 |
| 图 76: 全媒体广告刊例花费同比变动情况 | 40 |
| 图 77: 不同媒介广告刊例花费同比变化情况 | 40 |
| 图 78: 2018H1 及 2019H1TOP10 行业投放刊例花费同比增幅 | 41 |
| 图 79: 2018 年我们估计出海营销厂商所涉及的市场规模 | 41 |
| 图 80: 楼宇媒体刊例花费变动情况 | 42 |
| 图 81: 广告营销行业营业收入及增速 | 42 |
| 图 82: 广告营销行业归母净利及增速 | 42 |

| | |
|---|----|
| 图 83: 广告营销行业分季度营业收入及增速 | 43 |
| 图 84: 广告营销行业分季度归母净利及增速 | 43 |
| 图 85: 广告营销行业 2019H1 营业收入及增速 | 43 |
| 图 86: 广告营销行业 2019H1 归母净利及增速 | 43 |
| 图 87: 广告营销行业毛利率及净利率 (%) | 44 |
| 图 88: 广告营销行业期间费用情况 (%) | 44 |
| 图 89: 教育行业营业收入及增速 (%) | 46 |
| 图 90: 教育营销行业归母净利及增速 (%) | 46 |
| 图 91: 教育企业单季度营业收入及增速 | 46 |
| 图 92: 教育企业单季度归母净利及增速 | 46 |
| 图 93: 教育企业 2019H1 营收及增速 | 47 |
| 图 94: 教育企业 2019H1 归母净利及增速 | 47 |
| 图 95: 教育行业毛利率及净利率 (%) | 48 |
| 图 96: 教育行业期间费用情况 (%) | 48 |
| 图 97: 各教育公司盈利能力 | 48 |
| 图 98: 全国有线电视用户数 | 49 |
| 图 99: 2015-2018 年中国 IPTV 用户发展进程 | 49 |
| 图 100: 2015-2018 年中国 OTT 用户发展进程 | 49 |
| 图 101: 有线电视用户数 | 50 |
| 图 102: 新媒股份 IPTV 基础业务用户数 | 51 |
| 图 103: 新媒股份 OTT 业务累计激活用户数 | 51 |
| 图 104: 全国一网整合推进情况 | 51 |
| 图 105: 广电行业营业收入及增速 (%) | 52 |
| 图 106: 广电行业归母净利及增速 (%) | 52 |
| 图 107: 广电行业单季度营业收入及增速 | 52 |
| 图 108: 广电行业单季度归母净利及增速 | 52 |
| 图 109: 广电行业各企业 2019H1 营收情况 | 53 |
| 图 110: 广电行业各企业 2019H1 归母净利情况 | 53 |
| 图 111: 广电行业毛利率及净利率 (%) | 53 |
| 图 112: 广电行业期间费用情况 (%) | 53 |
| 图 113: 广电企业盈利水平 | 54 |
| 图 114: 横店影视城剧目拍摄动态 (部) 和同比增速 (%) | 54 |
| 图 115: 电视剧制作备案数量 (部) 和同比增速 (%) | 55 |
| 图 116: 电视剧发行数量 (部) 和同比增速 (%) | 55 |
| 图 117: 制作备案的电视剧各题材类型占比 (%) | 55 |
| 图 118: 电视剧从制作备案到获准发行的周期 (天) | 56 |
| 图 119: 视频网站付费会员数量推移 | 56 |
| 图 120: 视频网站付费会员渗透率 (%) 推移 | 56 |
| 图 121: 爱奇艺 2018 年的内容成本约为 211 亿元, 占收入比重的 84% | 57 |
| 图 122: 影视内容营收和同比增速 (%) | 57 |
| 图 123: 影视内容归母净利润和同比增速 (%) | 57 |
| 图 124: 影视内容单季度营业收入 (亿元) 和环比 (%) | 58 |
| 图 125: 影视内容单季度归母净利润 (亿元) | 58 |

| | |
|---------------------------------------|----|
| 图 126: 影视内容毛利率和净利率 (%) | 58 |
| 图 127: 影视内容板块费用率 (%) | 58 |
| 图 128: 影视内容经营性现金流 (亿元) 及其增速 (%) | 59 |
| 图 129: 影视内容账上现金 (亿元) | 59 |
| 图 130: 影视内容应收账款及周转率 | 60 |
| 图 131: 影视内容预收账款及周转率 | 60 |

| | |
|--|----|
| 表 1: 传媒板块单季度财务指标 (%，分母口径均为营业收入) 和 19Q2 同环比变动 (pct) | 11 |
| 表 2: 互联网公司 19Q2 整体广告收入增速进一步下滑 | 17 |
| 表 3: 近两年累计新建影院数量 TOP10 影投公司的投建情况 (家) | 27 |
| 表 4: 中国动画电影票房市场测算 | 30 |
| 表 5: 院线板块的财务指标单季度走势 (%) | 32 |
| 表 6: 院线板块的财务指标单季度走势 (%) | 32 |
| 表 7: “零售渠道畅销书 TOP30”和“网店畅销书 TOP30”的重叠书目 | 35 |
| 表 8: 2019 年 H1 出版上市公司的出版发行业务情况 | 37 |
| 表 9: 近期教育相关鼓励及规范政策 | 45 |
| 表 10: 影视板块单季度财务指标 | 59 |

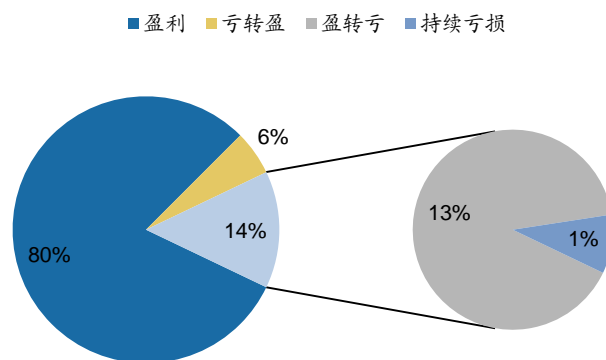
样本筛选和行业分类:

本文在中信传媒指数的基础上，根据公司主营业务构成，选择传媒业务占比15%以上的作为样本，合计得到147传媒公司（传媒行业指数）。按照公司的传媒业务性质和类别进行行业划分，若经营多种传媒类业务则按照最高的收入来源占比作为划分基准。得到11个行业分类，按照公司数量从高到低为游戏行业、广告营销、新闻出版、影视制作、互联网行业、有线电视、教育行业、电影院线、体育、动漫和其他，半年报汇总分析主要围绕着传媒行业指数标的和行业分类展开。

一、总体：营收增速低迷，利润端环比改善

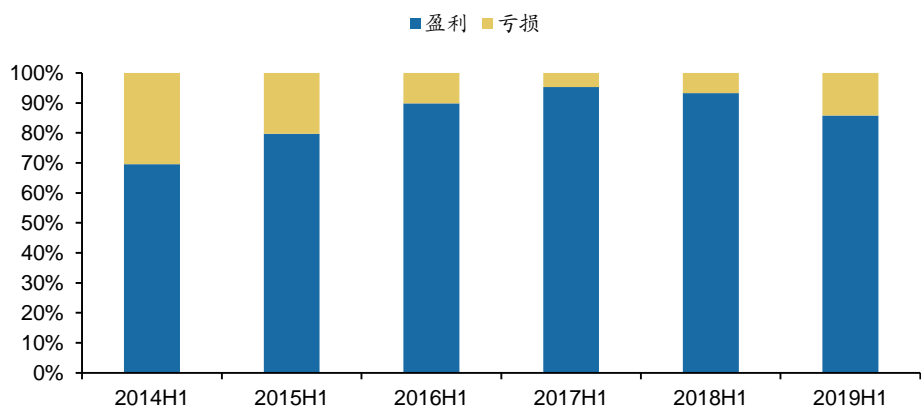
从归母净利润口径来看，2019H1共有128家公司盈利，21家公司亏损，亏损公司数量同比增加2家，盈转亏公司共19家。盈利公司中119家公司持续盈利，8家公司扭亏。2019Q2，124家公司实现盈利，23家公司亏损，亏损公司数量同比增加5家，亏损比例同比提升11.85%至15.65%。

图1：2019H1传媒行业盈利分布图（与去年同期相比）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图2：传媒样本公司亏损和盈利比例变化

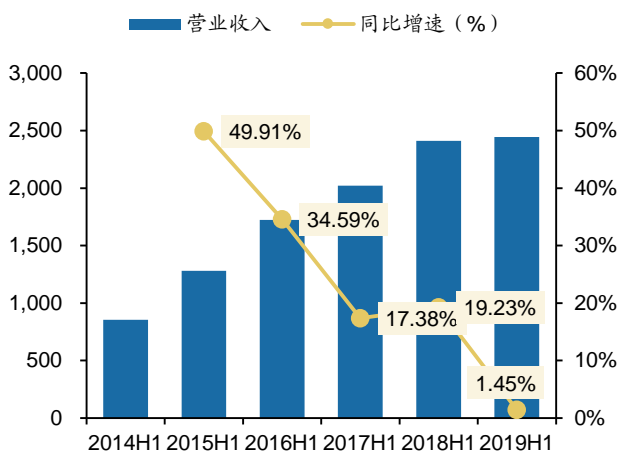


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

1.1 营收增速加速见底，净利润环比改善

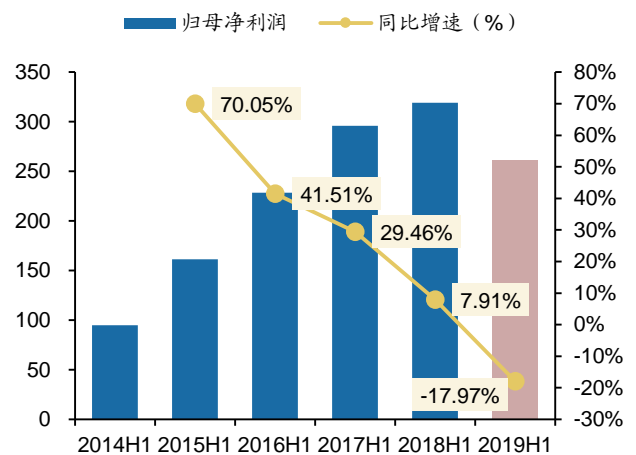
2019H1传媒行业实现营业收入2445.65亿元，同比增长1.45%，增速比2018年同期（19.23%）大幅下滑。2019Q2实现营业收入1298亿元，环比增长15.4%，同比持平。从归母净利润来看，2019H1传媒行业归母净利润盈利261.83亿元，同比下滑18.0%；扣非归母净利润盈利205.48亿元，同比下滑15.31%。19Q2实现归母净利润136.38亿元（QoQ+9.53%，YoY-20.0%），扣非归母净利润127.72亿元（QoQ+32.77%，YOY-17.86%）。

图3：传媒行业营业收入（亿元）和增速（%）



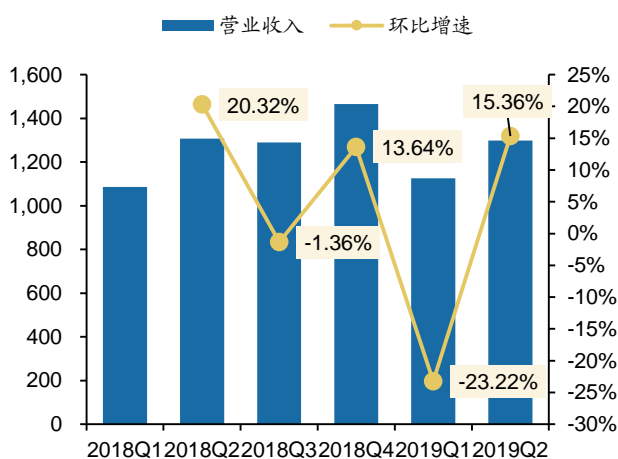
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图4：传媒行业归母净利润（亿元）和增速（%）



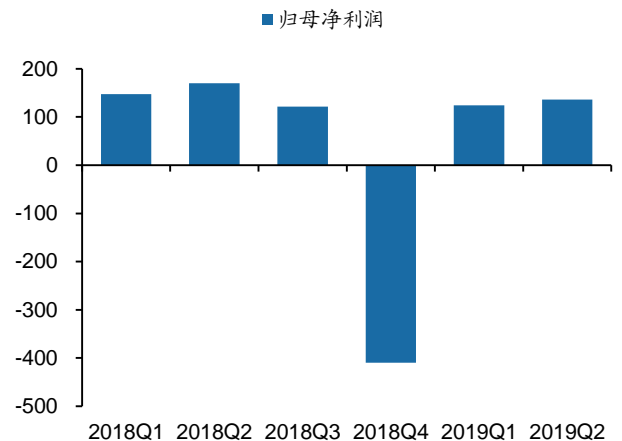
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图5：传媒单季度收入（亿元）和增速（%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图6：传媒单季度归母净利润（亿元）

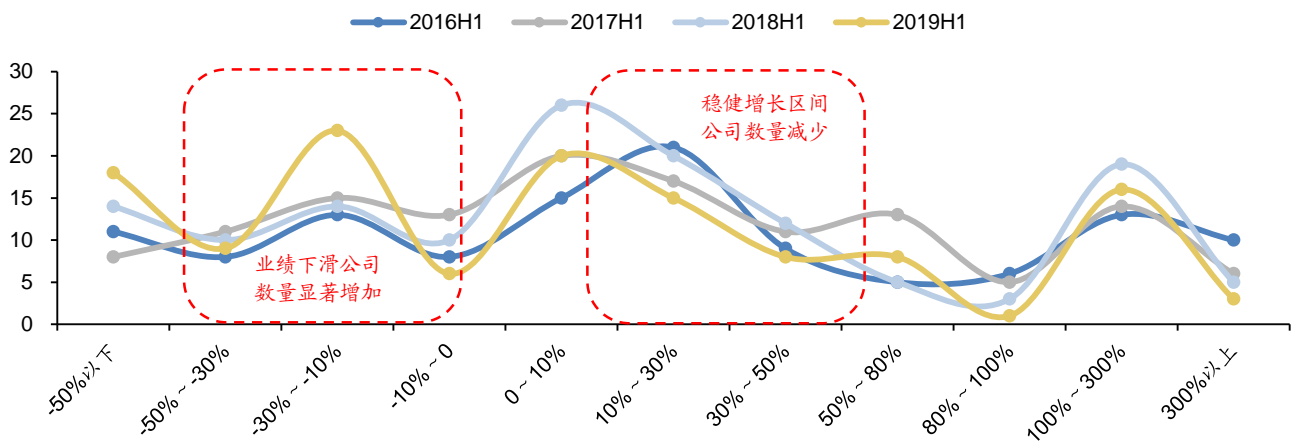


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

我们统计得到2016H1~2019H1年样本池盈利公司的数量分布情况可以发现，净利润增速在10%~50%的稳健增长区间的公司数量从2018H1的32家下降至2019H1的23家。从盈利的持续性来看，2016H1~2019H1连续盈利，且2019H1的净利润增速在10%~50%区间的公司数量为23家，主要集中在游戏和出版领域，如完美世界、吉比特、三七互娱、凤凰传媒、中信出版、中国科传等公司。而2018年同期满足条件的

公司数量则为29家，持续盈利的公司数量出现明显减少。

图7：各年份盈利公司的净利润增速分布（家）



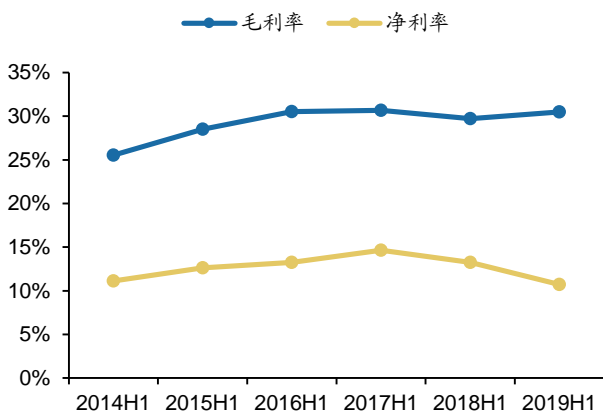
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

1.2 管理费用下降，销售、财务费用持续提升，总体净利率下行

2019H1传媒行业总体实现毛利润745.3亿元（YOY+4.06%），毛利率为30.48%，同比增加0.76pct；归母净利率10.71%，同比减少2.53pct。

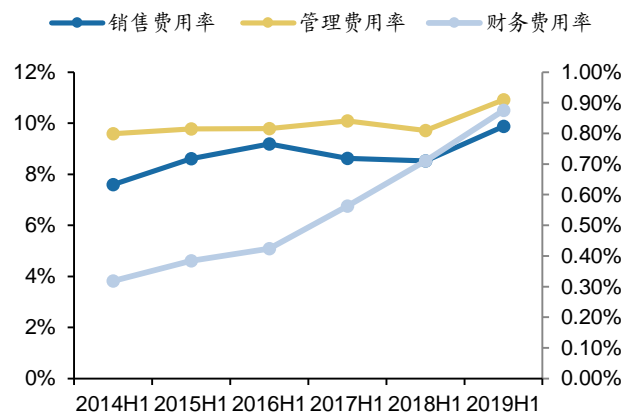
从三大期间费用来看，2019H1行业总体产生销售费用241.64亿元（YOY+17.7%），销售费用率9.88%，同比增加1.36pct；产生管理费用267亿元（YOY+14.02%），管理费用率10.92%，同比增加1.2pct；产生财务费用21.40亿元（YOY+25.02%），财务费用率0.87%，同比增加0.16pct。

图8：传媒行业毛利率及净利率（%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图9：传媒行业期间费用率（%）（财务在右轴）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

单季度来看，2019Q2单季度实现毛利润415.1亿元（QoQ+15.1%，YoY+3.4%），毛利率31.98%，同比增加1.27pct；归母净利率10.51%，同比减少2.52pct。

2019Q2行业总体产生销售费用125.5亿元（QoQ+9.6%，YoY+13.4%），销售费用率9.67%，同比增加1.2pct；产生管理费用141.47亿元（QoQ+13.3%，YoY+16.1%），管理费用率10.90%，同增加1.57pct；产生财务费用9.73亿元（QoQ-16.6%，

YoY+51.3%)，财务费用率0.75%，同比增加0.26pct。

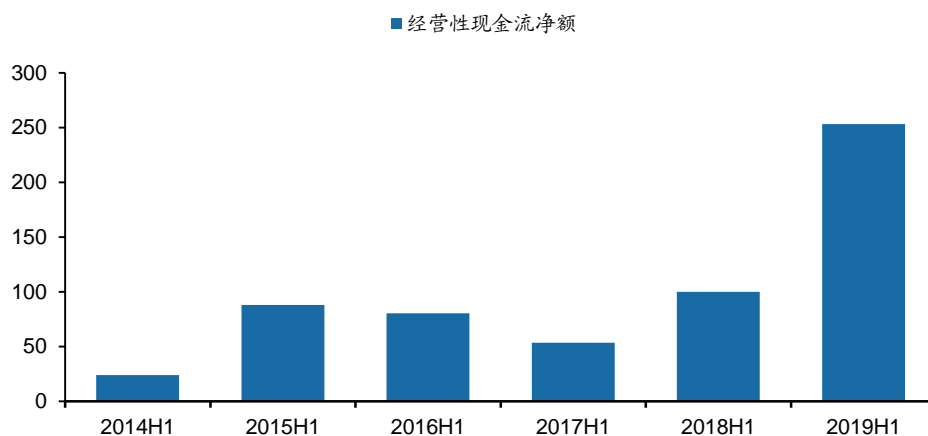
表1: 传媒板块单季度财务指标(%, 分母口径均为营业收入)和19Q2同环比变动(pct)

| 财务指标 | 2018Q1 | 2018Q2 | 2018Q3 | 2018Q4 | 2019Q1 | 2019Q2 | Q2 环比 (pct) | Q2 同比(pct) |
|---------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|-------------|------------|
| 毛利率 | 32.46% | 30.71% | 29.21% | 30.54% | 32.04% | 31.98% | -0.06 | 1.27 |
| 销售费用率 | 8.58% | 8.47% | 8.66% | 10.34% | 10.17% | 9.67% | -0.50 | 1.20 |
| 管理费用率 | 10.27% | 9.33% | 9.82% | 12.86% | 11.10% | 10.90% | -0.20 | 1.57 |
| 财务费用率 | 0.99% | 0.49% | 0.77% | 0.92% | 1.04% | 0.75% | -0.29 | 0.26 |
| 资产减值损失率 | 0.80% | 0.90% | 1.23% | 36.76% | 0.56% | 0.55% | -0.01 | -0.35 |
| 投资收益率 | 9.59% | 11.89% | 12.36% | -25.03% | 8.55% | 9.84% | 1.29 | -2.05 |
| 归母净利率 | 13.60% | 13.03% | 9.42% | -27.96% | 11.03% | 10.51% | -0.53 | -2.52 |
| 扣非净利率 | 3.46% | 2.57% | 1.78% | 3.03% | 1.59% | 2.05% | 0.46 | -0.52 |

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

19H1传媒行业经营性现金流净额为253.12亿元, 同比增长153.43%, 经营性现金流净额/净利润为0.97, 盈利质量明显改善, 主要得益于游戏和教育、出版行业的显著改善。19Q1经营性现金流净额得提升明显, 19Q2同比下滑21.67%至104亿元。

图10: 传媒行业经营性现金流净额(亿元)



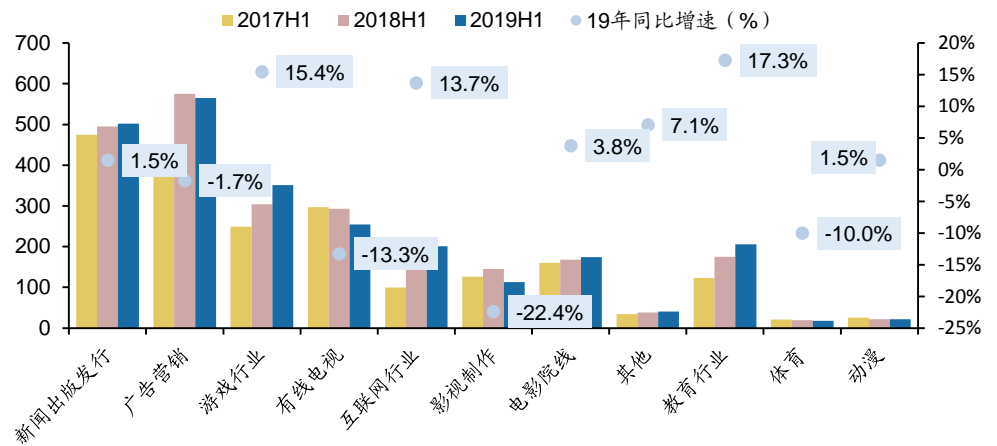
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

二、各板块利润均有回落，互联网、游戏板块边际向好

分行业总览：2019H1营收增长前三的子板块分别为：教育板块实现营收205.87亿元（YOY+17.26%）、互联网板块实现营收201.24亿元（YOY+13.7%）、游戏板块实现营收350.75亿元（YOY+15.44%）。此外，新闻出版实现营收502.1亿元，同比微增1.51%，广告营销实现营收565.12亿元，同比下滑1.71%，影视制作板块实现营收112.63亿元，同比下滑22.41%，院线板块实现营收174.34亿元，同比增长3.8%。

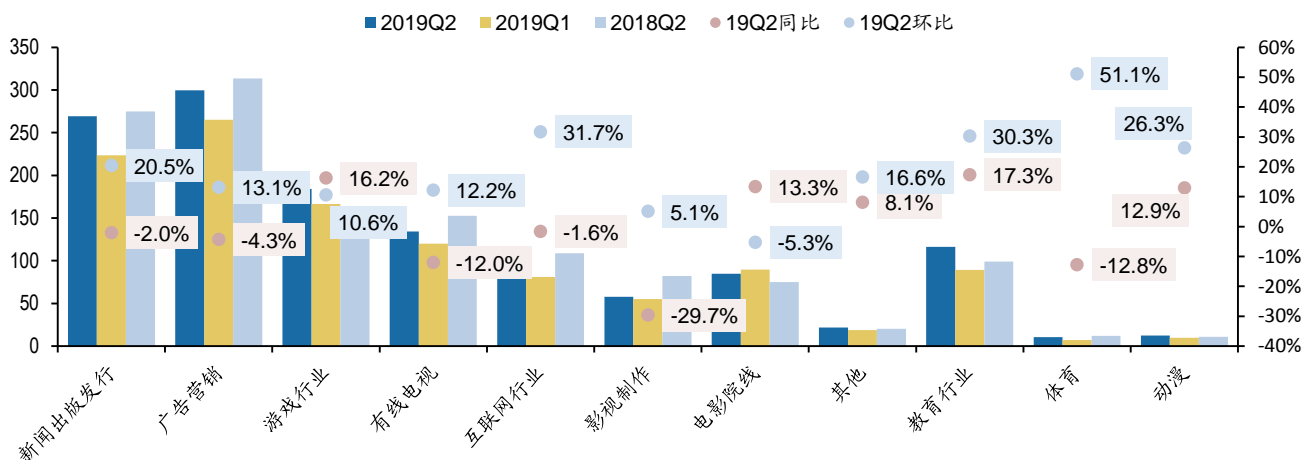
单季度来看，2019Q2营收增长前三的子板块分别为：教育（YOY+17.31%）、游戏（YOY+16.2%）、电影院线（YOY+13.32%）。板块下滑幅度前三的子板块为影视制作（YOY-29.66%），体育（YOY-12.76%）、有线电视（YOY-12%）。此外广告、出版、互联网板块的营收也有不同程度回落。

图11：2019H1分行业营业收入（亿元）和同比增速（%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图12：2019Q2分行业营业收入（亿元）和同比增速（%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

出版、互联网板块实现正增长，院线、广告、影视净利润持续下行，游戏、有线板块边际改善。2019H1净利润实现正增长的板块包括：新闻出版归母净利润为65.43

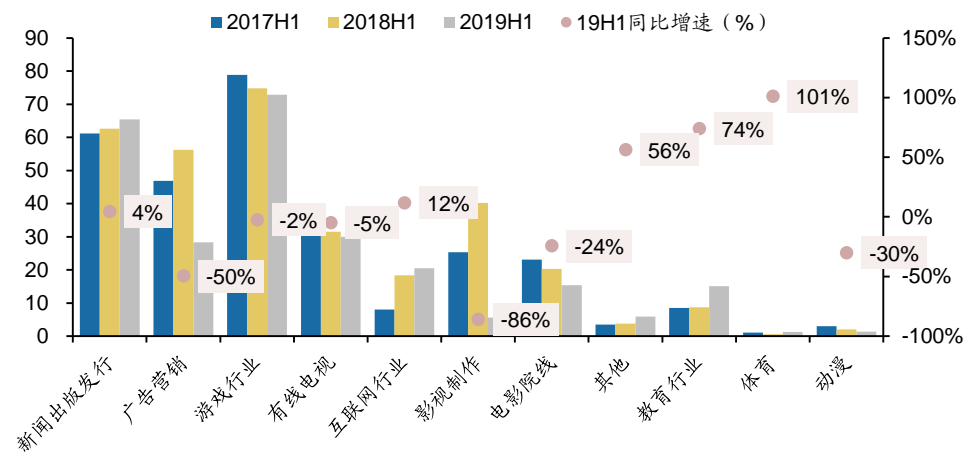
亿元，同比增长4.43%，互联网板块归母净利润20.51亿元，同比增长11.75%。

净利润连续下滑且跌幅扩大的板块包括：院线归母净利润15.38亿元，同比下滑24.4%；影视制作板块归母净利润29.2亿元，同比下降63.4%，广告营销板块归母净利润28.34亿元，同比下降49.63%。

净利润连续下滑但跌幅相对收窄的板块包括：游戏板块实现归母净利润72.89亿元，同比下滑2.49%，相比去年同期5.23%的回落幅度明显收窄，有线电视板块实现归母净利润29.93亿元，同比下滑5.09%，而去年同期下滑幅度为13.20%。

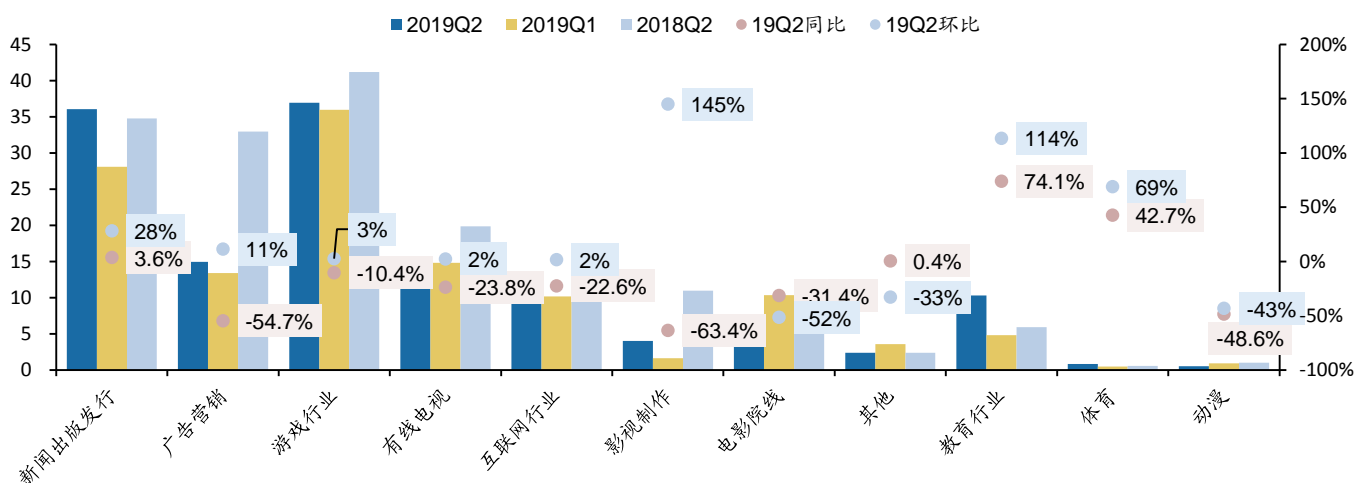
从各板块单季度净利润表现来看，教育板块19Q2实现净利润10.28亿元，YoY+74.05%，QoQ+114%；新闻出版板块19Q2实现净利润36.04亿元，YoY+3.6%，QoQ+28.37%。电影院线、广告营销、影视制作板块分别同比下滑31.45%、54.7%和63.40%。

图13：2019H1分行业净利润（亿元）和同比增速（%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

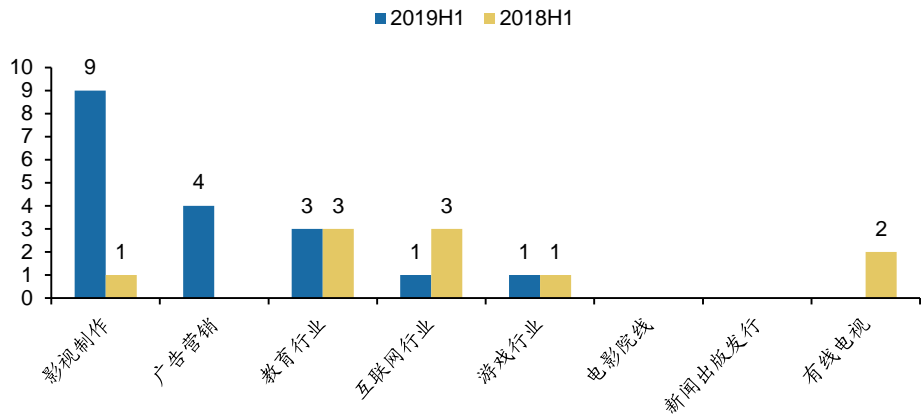
图14：2019Q2分行业归母净利润（亿元）和同比增速（%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

2019H1传媒行业主要板块的亏损情况如下：游戏板块1家公司亏损，亏损金额2.03亿元。影视板块亏损公司数量大幅增加至9家，合计亏损金额7.9亿元，平均单家亏损金额8750万元。广告营销板块亏损公司数量增长至4家，合计亏损金额1.85亿元，平均单家公司亏损4624万元。

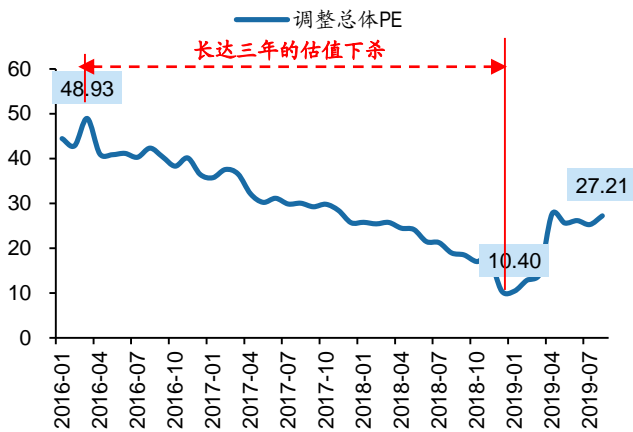
图15：2019H1各板块亏损公司数量（家）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

从2016年1月~2018年12月，传媒板块估值持续下行，PE-TTM最低跌至10.4x，各细分板块均PE-TTM出现明显回落。2019年以来随着部分板块景气度回升，部分板块估值出现了一定程度回升，PE-TTM口径上，游戏板块去年末从8.2x提升至8月底的19.6x，互联网板块提升至68.3x，有线电视提升至20x。

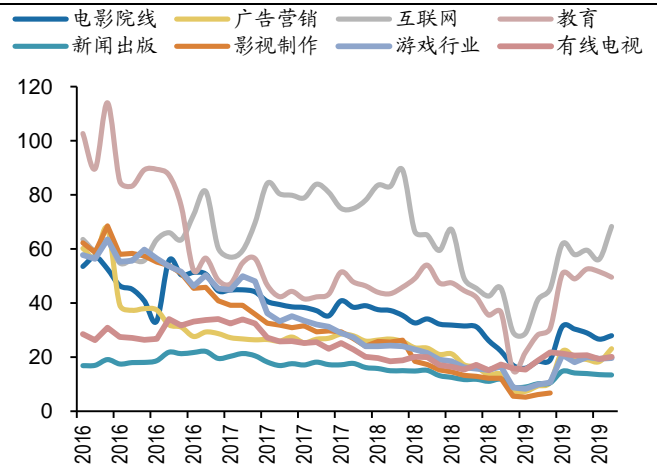
图16：传媒行业近3年PE-TTM走势



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：2018 年报进行了大规模的商誉减值，在计算 PE 时剔除

图17：传媒板块近3年分行业PE-TTM走势



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：2018 年报进行了大规模的商誉减值，在计算 PE 时剔除

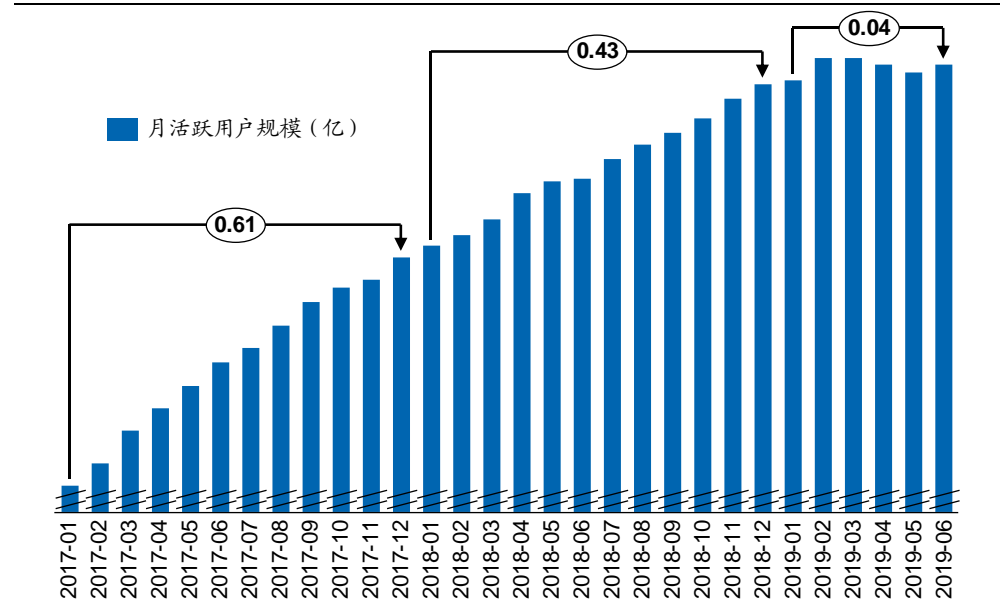
三、互联网：时长红利即将见顶，电商直播成为新风口

3.1 互联网流量红利明确见顶，下沉市场&巨头争仍是下半年主旋律

移动互联网用户首次出现环比负增长，流量红利明确见顶是最大挑战。根据Quest Mobile数据，2017年整体移动互联网从10.24亿月活增长至年底10.85亿人，一共有

6100万人左右的增量，而整个2018年的用户数增量为4300万左右，但2019年以来移动互联网月活仅增长400万人左右。2019年3-5月移动互联网的月活设备数还首次出现了环比下降的情况，国内移动互联网的流量红利已经明确见顶。

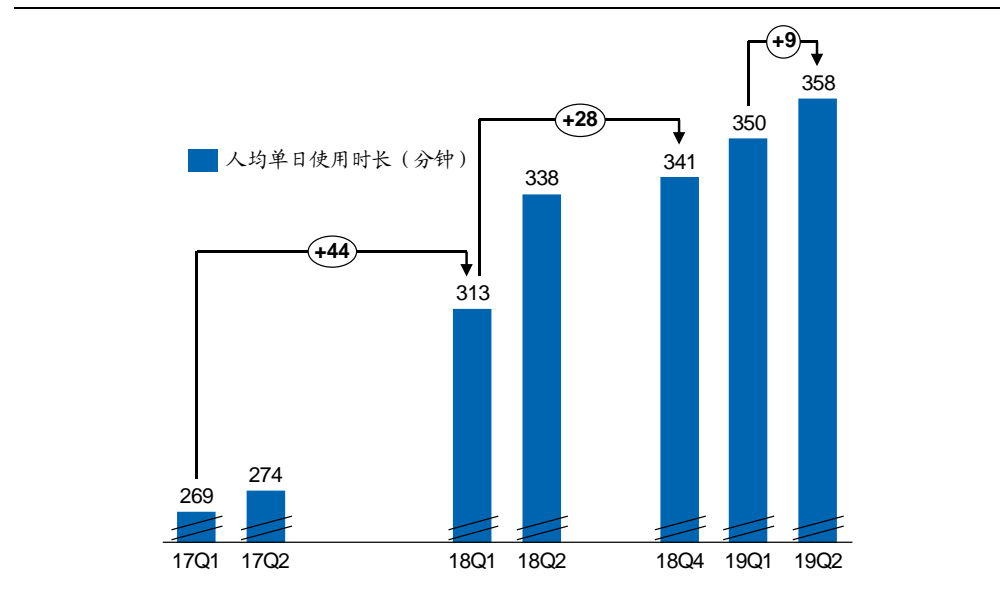
图18: 19H1上半年移动互联网用户仅增长400万



资料来源: Quest Mobile, 广发证券发展研究中心

在人均时长上,短视频入局后2018年以来也接近见顶。根据Quest Mobile数据,17Q1人均单日手机时长仅为269分钟,约为4.5小时,而整个2017年增长了约44分钟,2018年整体增长了28分钟,但19Q1以来整体的增长只有9分钟,且目前单人手机时间已经触及358分钟/人/天,近6个小时的时长也已经逐渐逼近时长增长的极限。从Quest Mobile的细分数据上可以看出,短视频不断向上增长的同时,其他品类(如即时通信、长视频、游戏等绝对时长也出现了停滞甚至下滑),证明用户对于移动互联网的消费已经逼近峰值。

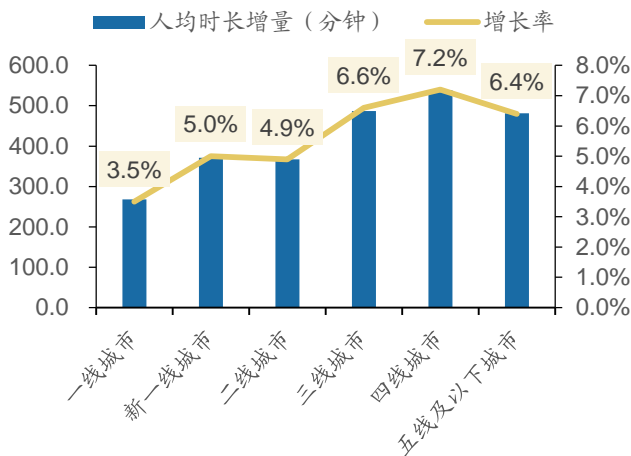
图19: 19Q2网民平均每日使用手机时长已经达到近6小时



资料来源: Quest Mobile, 广发证券发展研究中心

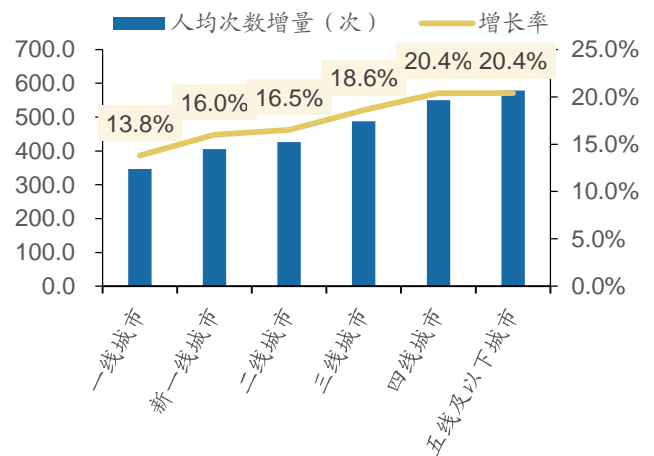
目前仅剩三线城市以下的市场仍有少量人口红利。我们将人口红利切分成两个层级，一方面是用户绝对数的增长，一方面是人均使用时长、使用次数的增长，目前三线以下城市仍有部分第二层红利。从人均时长来看，三线、四线和五线及其以下城市的增长率分别为6.6%、7.2%和6.4%，高于1-3线城市不到5%的增速。人均使用次数的增速上，三线、四线和五线及其以下城市的增长率分别为18.6%、20.4%和20.4%，远高于一至三线城市15%的增速。

图20: 中国移动互联网用户人均单日使用时长



数据来源: Quest Mobile, 广发证券发展研究中心

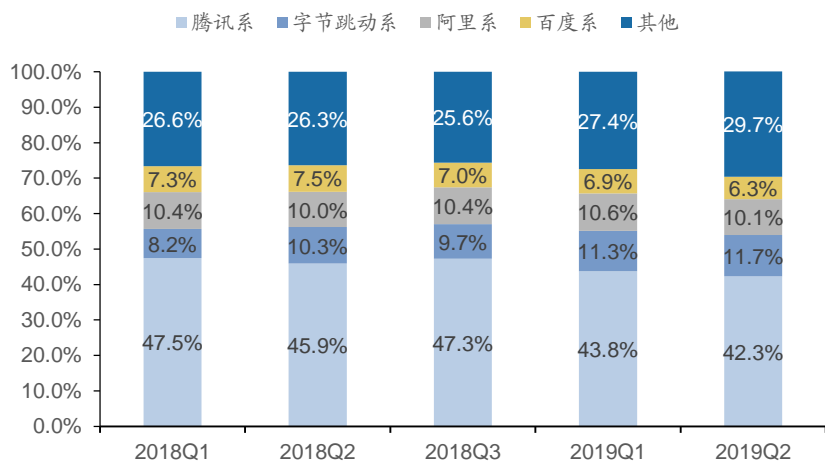
图21: 移动互联网分城市等级人均单日使用时长变化



数据来源: Quest Mobile, 广发证券发展研究中心

人口红利稀缺下，企业之间对于流量的竞争开始加剧。根据Quest Mobile的统计，腾讯、字节跳动、阿里和百度系在移动互联网的时长占比均达到5%以上，且四家公司一共占据了接近70%的市场份额。其中19Q2腾讯占比42.3%位居第一名，字节跳动占比11.7%位居第二名，阿里系和百度系分别占比约为10.1%和6.3%；而从竞争的角度而言，过去阿里一直保持10%出头的份额较为稳定，百度从7.3%降低了1pct至6.3%左右；字节跳动系从18Q1到19Q2时长占比上升了3.5pct（从8.2%至11.7%）；相应腾讯系占比从18Q1的47.5%下降约5.2pct（从47.5%至42.3%）。

图22: 腾讯、字节、阿里、百度系在移动互联网时长当中占比情况



资料来源: Quest Mobile, 广发证券发展研究中心

3.2 互联网广告迎来至暗时刻，付费经济&电商直播成为风口

一方面是流量逐步见顶，另外一方面则是宏观经济走弱降低了广告主的投放预算，互联网广告市场迎来至暗时刻。根据艾瑞的统计，网络广告2019年同比增长29.2%至4844亿元，移动互联网广告在网络广告中的占比进一步提升至75.6%达到3663亿元，增速达到43.7%。但近年整体移动互联网除了短视频的流量增长之外并无亮点，宏观环境的走弱让互联网广告公司迎来至暗时刻。我们曾在《19Q1广告行业总结：需求承压，宏观经济及投放结构变迁》中论述过，当前行业需求端主要系宏观经济周期压制，名义GDP的增速或许滞后2-3个季度传导至广告收入侧，因此在短期名义GDP无起色的情况下我们认为19Q3、19Q4互联网广告行业或也难出现明确的反转信号。

从各个互联网广告的分类来看，依然是电商类广告一枝独秀。19Q2阿里的电商广告增速达到27%，环比增速略降但依然坚挺。其余搜索广告百度、搜狗分别同比增速为-2%和2%，门户网站网易、新浪、搜狐分别为-8%、-5%和2%，视频网站爱奇艺出现了-16%的负增长，而B站广告增速逆势上行至132%。除此之外社交类的微博广告增速19Q2下滑至1%，腾讯下滑至16%。即使考虑到去年Q2有一部分的世界杯影响，整体互联网公司的广告收入增速依然在恶化。

表 2: 互联网公司 19Q2 整体广告收入增速进一步下滑

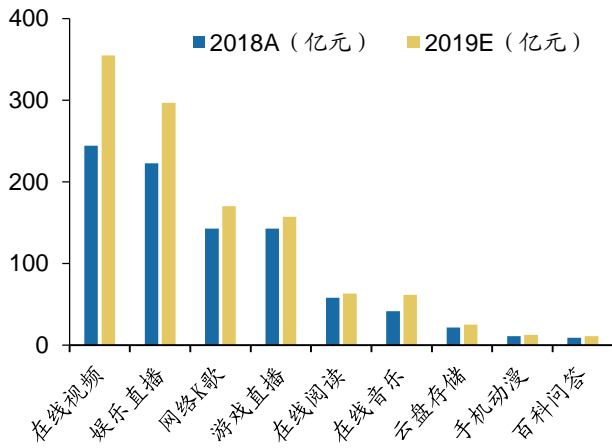
| 类型 | 企业 | 主要广告类型 | 广告收入同比增速 | | | | | |
|-------|------|--------|----------|--------|--------|--------|---------|--------|
| | | | 18Q1 | 18Q2 | 18Q3 | 18Q4 | 19Q1 | 19Q2 |
| 互联网广告 | 腾讯 | 社交+视频 | 55% | 39% | 47% | 38% | 25% | 16% |
| | 百度 | 搜索 | 17% | 19% | 12% | 4% | 3% | -2% |
| | 网易 | 门户 | 4% | 7% | 2% | 3% | 5% | -8% |
| | 阿里巴巴 | 电商 | 35% | 26% | 25% | 28% | 31% | 27% |
| | 新浪 | 门户 | 61% | 54% | 33% | 14% | 6% | -5% |
| | 微博 | 社交 | 79% | 69% | 48% | 25% | 13% | 1% |
| | 爱奇艺 | 视频 | 52% | 45% | -4% | 9% | 0.40% | -16% |
| | 哔哩哔哩 | 视频 | 144% | 132% | 179% | 302% | 60% | 132% |
| | 搜狐门户 | 门户 | -31% | -29% | -24% | -20% | -24% | 2% |
| | 搜狗 | 搜索 | 55% | 46% | 13% | 12% | 6% | 2% |
| 生活圈广告 | 分众传媒 | 楼宇广告 | 22.30% | 28.80% | 21.90% | 11.90% | -11.80% | -25.2% |
| 整体营销 | 蓝色光标 | 整体营销 | 70.62% | 56.69% | 61.48% | 28.20% | 11.36% | 6.89% |

数据来源：公司财报，Wind，Bloomberg，广发证券发展研究中心

流量见顶意味着需要对存量用户做精细化运营，广告收入放缓意味着需要找到更直接的ToC变现方式。目前整体互联网公司找到的两个新变现风口主要系付费与直播电商。根据Quest Mobile统计，2019年整体互联网的付费收入有望逆势增长，在线视频的付费市场有望接近400亿，娱乐直播的市场有望接近300亿元，网络K歌的充值市场也有望和游戏直播一起突破150亿元。在互联网广告收入疲软的情况下，付费收入或能够给整体互联网行业提供较多的增量。另外今年伴随着短视频流量红利兴起和市场整体下沉，直播电商成为另外一大风口，根据淘宝的《2019年淘宝直播生

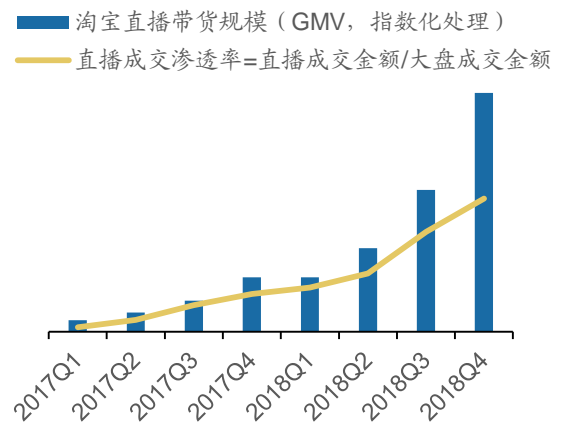
态发展趋势报告》，淘宝直播贡献的GMV占比淘宝体系内的交易GMV一路上行，2018年淘宝直播的带货规模已经超出千亿，带货销量的同比增速达到400%，消费者每天可观看直播内容超过15万小时，可售卖商品的数量超过60万款，而未来行业仍有持续的增长空间，未来有望朝着精细化、跨圈层化继续高速发展。

图23：2019年互联网典型付费市场均迎来增长



数据来源：Quest Mobile，广发证券发展研究中心

图24：2019年淘宝直播贡献的GMV越来越重要

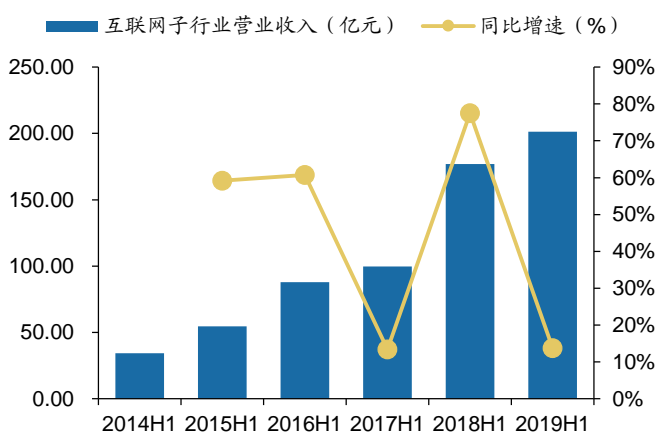


数据来源：淘宝数据，广发证券发展研究中心

3.3 财务数据：东财带动下板块维持正增长，芒果上半年利润增速亮眼

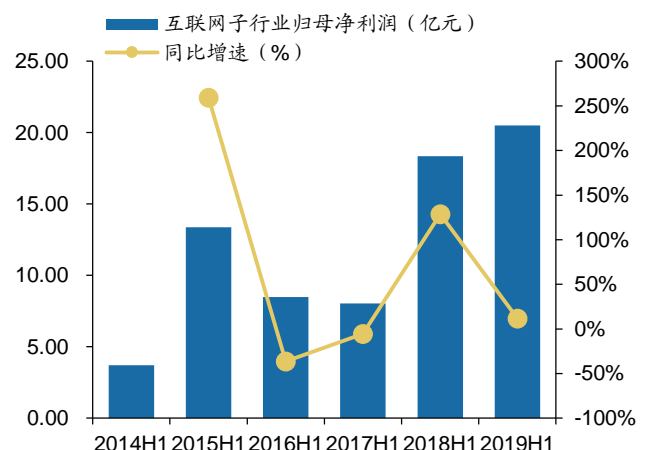
整体A股互联网板块19H1收入同增14%达到201.2亿元，收入端增速较快还包括人民网(+30%)、东方财富(+22%)。19H1板块净利润同增12%达到20.5亿元，其中主要系芒果超媒19H1净利润同增40%达到8.0亿元和东方财富同增56%达到8.7亿元，另外人民网净利润19H1扭亏达到4303万元。整体板块可以看出头部效应明显，东方财富和芒果超媒占据了超过8成的净利润占比，且依然保持着较高的增速，而中小互联网公司受困于流量增长缓慢等多重因素增长乏力。另外内容监管将持续保持高压状态，人民网借助技术能力和政策敏感度打造内容审查中台，有望延续高增长。

图25：互联网板块营收（亿元）和同比增速（%）



数据来源：艺恩数据，广发证券发展研究中心

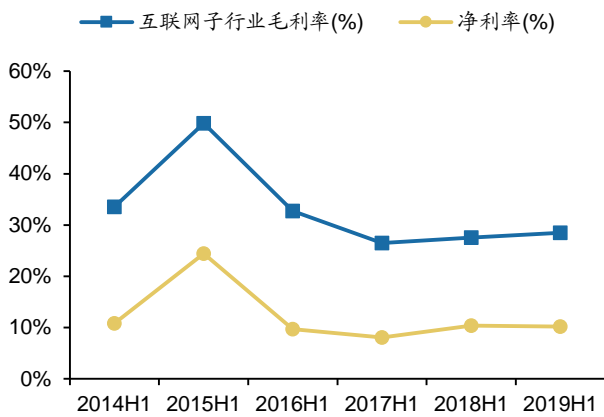
图26：互联网板块净利润（亿元）和同比增速（%）



数据来源：艺恩数据，广发证券发展研究中心

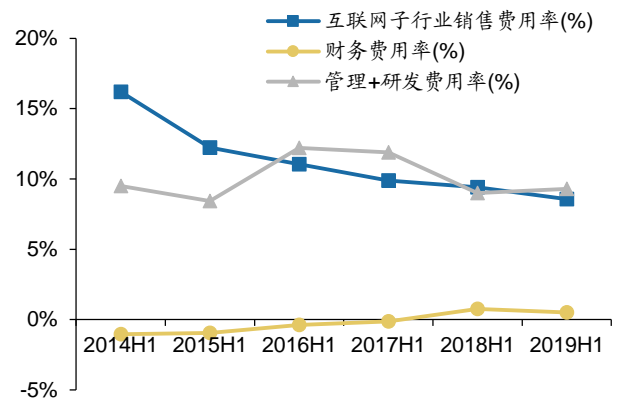
毛利率&净利率整体持平，投放减少销售费用率略有下滑。整体互联网行业毛利率略提升1pct至28.5%，净利率略下滑0.2pct至10.2%，整体盈利能力相对稳定。在三费的水平上，互联网板块的销售费用率略降0.8pct至于8.6%，管理和研发费用率加总后的可比口径下略增加0.3pct至9.3%。我们预计下半年也将整体保持平稳

图27: 互联网板块毛利率和净利率 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图28: 互联网板块费用率情况 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

风险提示

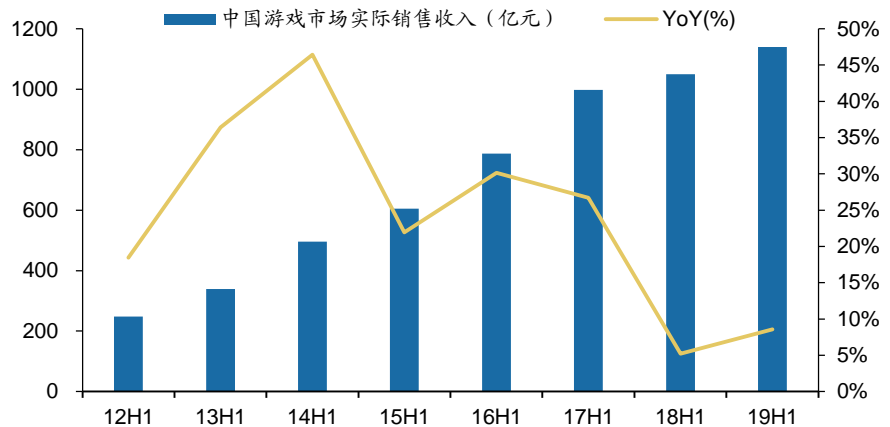
- 1) 互联网行业监管加剧的风险。
- 2) 整体销售费用率上升的风险。
- 3) 消费互联网竞争更加激烈, 非头部公司竞争格局恶化的风险。

四、游戏：监管边际缓和，5G时代云游戏或为长逻辑

4.1 19H1 手游行业增速 20% 逐步回暖，市场集中度进一步提升

游戏整体行业相较2018年回暖迹象明显，用户数和ARPU值均微涨。根据伽马数据统计，上半年国内游戏市场同增9%至1140.2亿元，其中游戏用户数同增5.1%至5.54亿人（游戏工委口径约为6.2亿人），相比去年同期3.9%略有提速；年化ARPU值微涨3.3%至411.6元/年，相比去年1.2%的增速同样有所回暖。

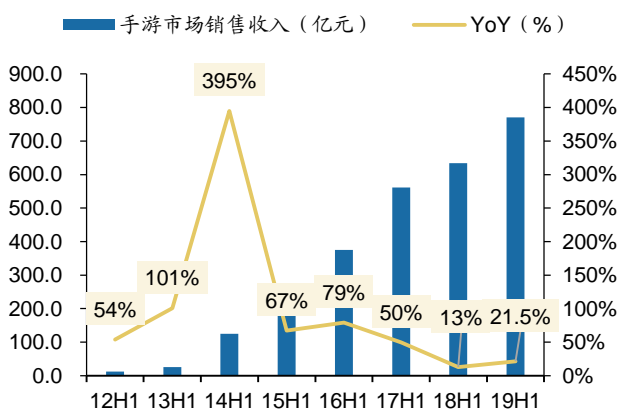
图29：19Q1移动游戏市场规模同增18%达到365.9亿元



资料来源：伽马数据，广发证券发展研究中心

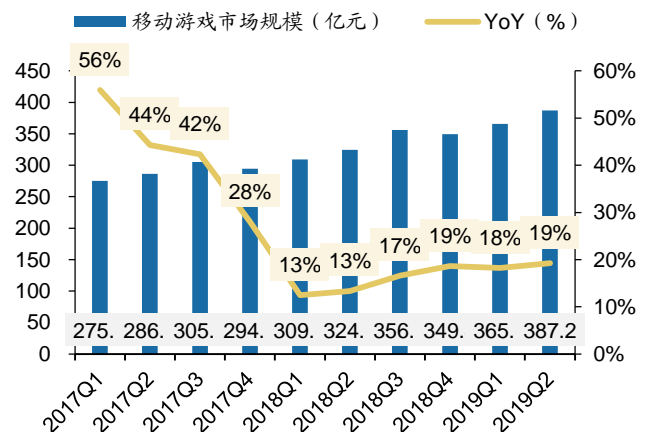
手游市场仍是行业增长的最大动力。根据游戏工委的口径，移动游戏同比增长21.5%至770.7亿元（伽马的口径为同增18.8%达到753.1亿元），均高于去年同期的增速12.9%。手游用户规模约为6.2亿人，相比去年Q3末的5.9亿人增加了3000万人左右，同比增速约为6%。按照伽马口径的单季度来看，19Q2行业增速约为19.3%（规模达到387.2亿元），符合我们之前预期，相比19Q1的18.2%提升约1.1pct。随着Q3暑期释放的部分新品，我们认为Q3市场增速或将继续回暖。

图30：手游市场半年度销售收入推移



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图31：手游市场规模季度推移情况一览



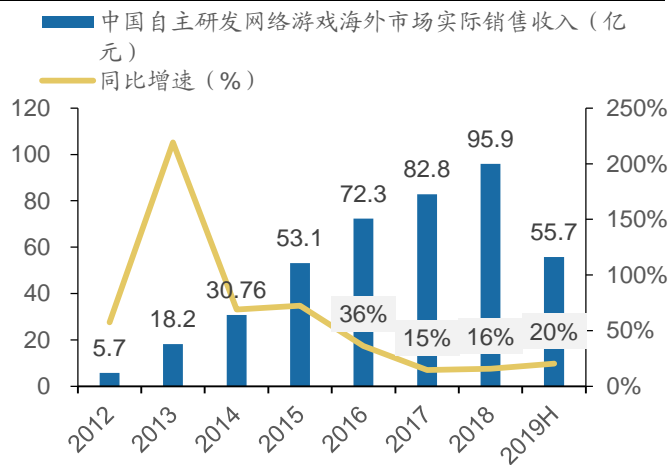
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

4.2 行业未来三条线索：内容创新、海外市场和云游戏

19H1我们看到国内的品类创新仍在持续。首先是射击类游戏获得版号之后正式开启商业化，腾讯的《和平精英》持续在畅销榜排名前五，为国内的竞技类游戏打开了新的天花板；第二方面19H1新游《明日方舟》以二次元塔防的融合创新在腾讯网易之外新开辟了细分市场；第三则是上半年下载榜上超休闲游戏轮番霸榜，超休闲游戏的火爆有望带来新的轻度玩家流量，长期来看将逐步转化为核心玩家，为市场提供新的增量。

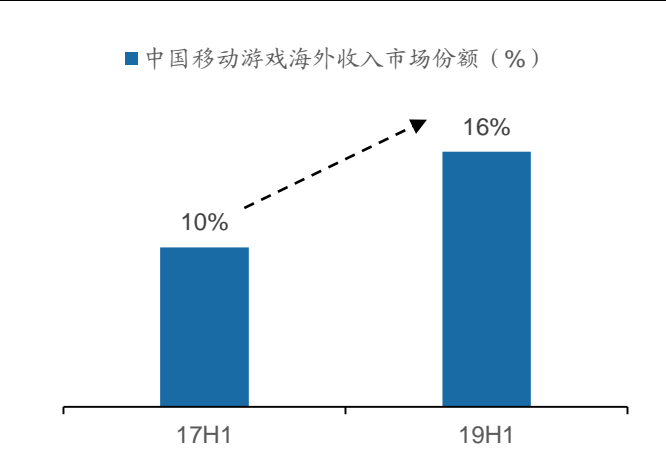
我们认为手游出海将延续高增长态势。AppAnnie显示上半年国内厂商手游出海仍延续了40%左右的增速，非中国全球市场的市占率有望提升至16%。而国内全部游戏出海同增20%至55.7亿美元，增速相比去年同期的16%有所提升。国内公司出海的特点是“发达国家做收入，新兴市场要流量”，我们认为凭借着研发实力更强、产品品类更全和买量资金更多的优势，中国公司有望持续提升在全球手游市场上的份额。

图32：游戏板块海外市场收入和增速情况



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图33：中国手游市场海外市场份额占比上升至16%

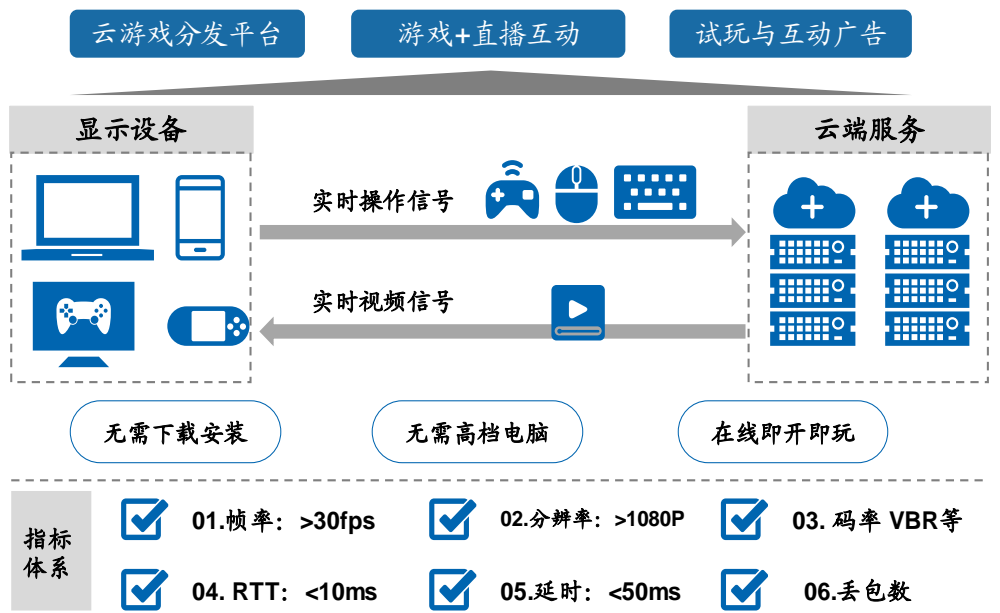


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

我们认为长期来看，“云游戏”有望带来产业长期的成长空间。当前云游戏仍处于生态搭建阶段，核心云计算平台正在定义技术标准和评估标准，基础设施尚未布置完善，下游的应用方向或已经逐步清晰（跨屏云游戏、游戏直播、试玩广告）。目前来看云游戏主要是对于渠道侧的颠覆，但也将逐渐深刻影响发行、研发和游戏产业配套设施。华为、腾讯目前致力于技术方案解决，前者的姿态更为开放，而A股中顺网科技占据了网吧的核心场景，未来有望率先实现云PC的落地。

整体云游戏的试玩体验已经较为流畅，但当前仍需要进行大量的测试，保证弱网环境下游戏的体验，同时建立起更加低成本的技术体系，降低传输实时视频信号的流量成本。目前我们总结了常用的几个技术评价如帧率&码率&分辨率、RTT&延时、丢包数和Nack等。当前商业化解方案并不成熟，成本端的高企让云游戏的推广仍然较难，但随着5G网络的搭建，解决方案有望在各个场景下加速落地。

图34: 厂商正准备定义云游戏的评价标准、核心使用场景

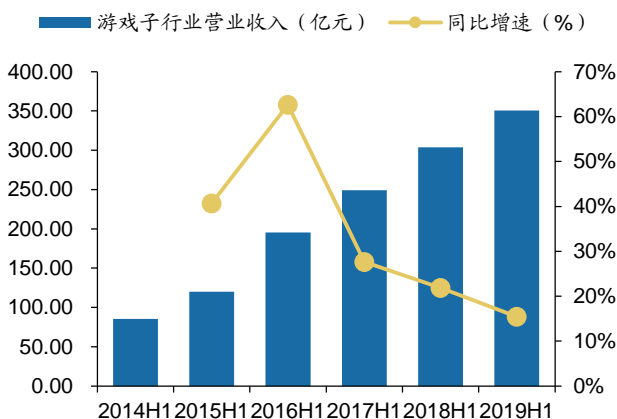


数据来源: Newzoo 《Cloud Gaming Report》, 广发证券发展研究中心

4.3 财务数据: 头部公司增速亮眼, 行业两级分化严重

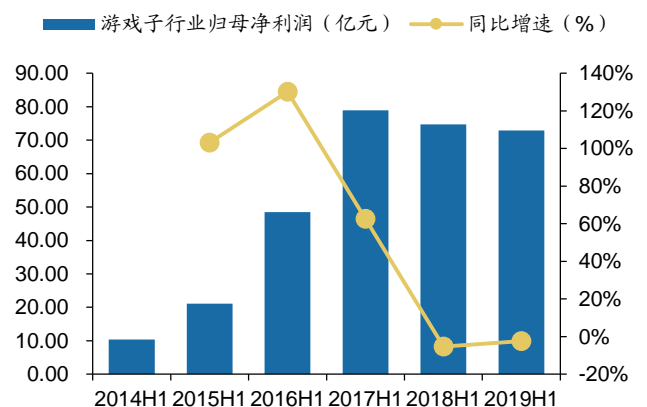
19H1A股游戏公司在营业收入端同比增长15%达到351亿元, 增速相比18H1的22%再次回落, 我们考虑到版号此前停发且在上半年恢复之后依然是严控数量, 整体收入端增上的放缓可以理解, 另外上半年整体也没有新的资产证券化(去年同期盛大并表)。净利润层面A股行业负增长2%达到72.9亿元, 增速相较于去年同期的-5%有所好转。整体上, 头部的公司净利润的增速均超出预期(吉比特+39%、三七互娱+29%、完美世界+30%), 头部厂商市占率提升的逻辑明显。

图35: 游戏板块营收(亿元)和同比增速(%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

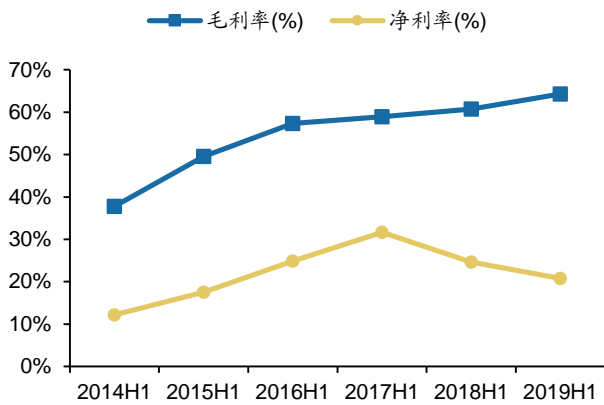
图36: 游戏板块净利润(亿元)和同比增速(%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

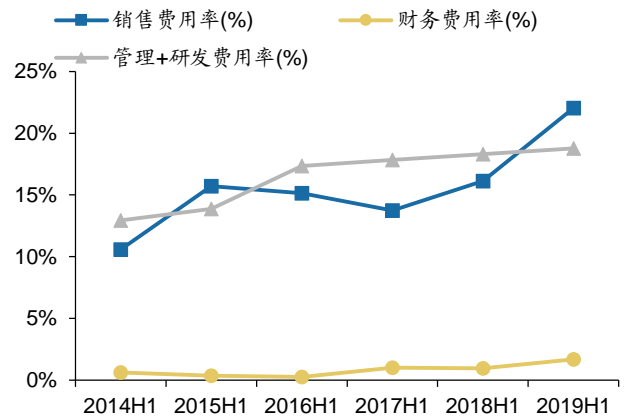
在盈利能力上，销售费用率上扬部分侵蚀了行业利润。毛利率层面，行业持续保持增长态势，19H1提升3.5%至64%，但净利率端仍持续下行，19H1下滑3.9pct至于21%，主要原因仍系销售费用率的升高导致净利润被挤压，游戏子行业整体销售费用率上升5.9pct达到22%，其中三七互娱的销售费用达到同增218%达到36亿元，超过去年全年的水平，其销售费用占整个A股行业上半年销售费用的47%。

图37: 游戏板块毛利率和净利率 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

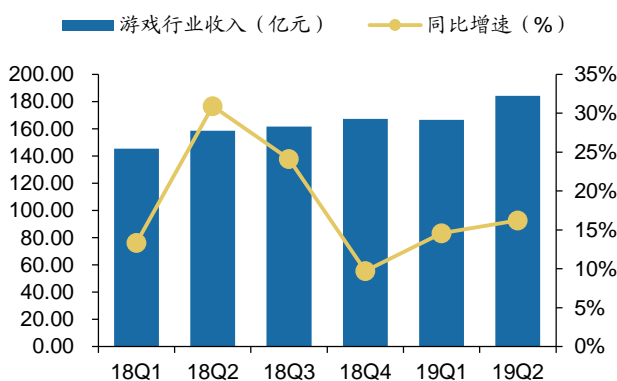
图38: 游戏板块费用率情况 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

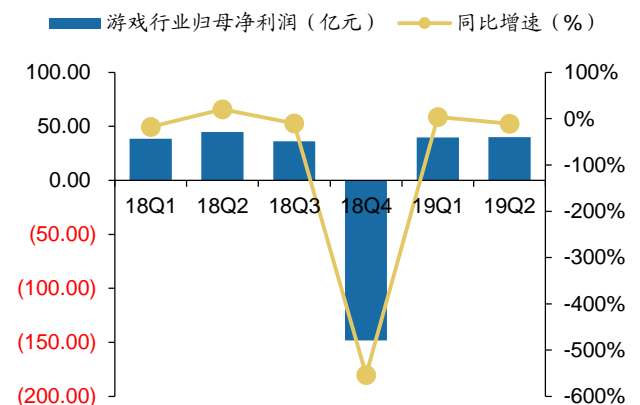
另外单季度来看19Q2行业整体处于回暖过程的前期。A股游戏板块19Q2收入同增16%达到184亿元，增速环比相较19Q1的15%略有提升；归母净利润上，A股游戏公司整体同比下滑了11%达到39.9亿，环比19Q1的净利润水平基本持平。

图39: 游戏板块经营性现金流 (亿元) 及其增速 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图40: 游戏板块应收账款和周转天数推移

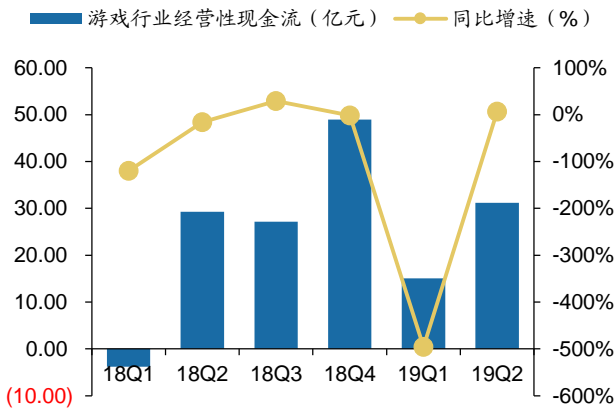


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

行业的经营性现金流略有回暖，与利润的匹配程度恢复正常。19Q1行业的经营性现金流下滑较多，只有15.1亿元，相比接近40亿的净利润水平差距较大引发大家对于回款的担忧，而从19Q2的情况来看恢复正常，19Q2的经营性现金流约为31.21亿元，与39.9亿元的净利润水平基本相符。另外从ROE的情况来看，行业也处于较为稳定

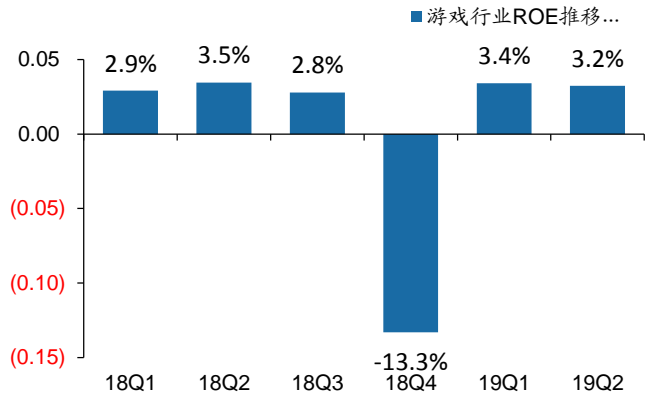
的位置，过去6个季度，除了18Q4因为商誉减值行业的ROE录得-13.3%之外，其余时间均保持在3%左右或者之上，19Q1和19Q2分别为3.4%和3.2%，全年的ROE大概率恢复到正常水平。

图41: 游戏板块经营性现金流(亿元)及其增速(%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图42: 游戏行业19Q1-Q2单季度ROE维持在3%以上



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

风险提示:

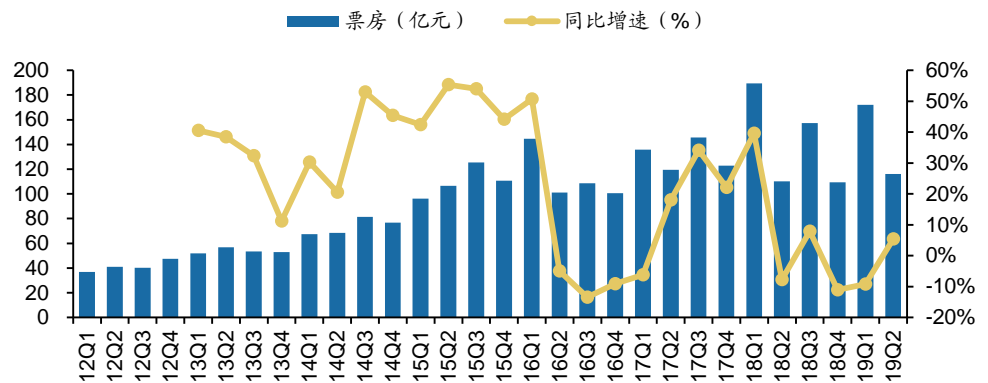
- 1) 游戏监管加剧的风险。当前监管层对于游戏行业的态度较严格，整体对于未成年人、不适宜的游戏内容等方面管控政策较多。
- 2) 商誉减值的风险。2014-2015年为游戏行业并购高峰期，在行业增速放缓的情况下，并购资产或有盈利能力不达预期，出现商誉减值的风险。
- 3) 行业销售费用率进一步上升的风险，随着互联网流量价格的升高，销售费用率有可能持续侵蚀公司的盈利能力。

五、院线：业绩低谷，静待行业拐点

5.1 上半年票房首次同比下滑，低线城市回落明显

根据艺恩数据，2019年1~6月累计实现票房311.7亿元（YOY-2.7%），不含服务费票房288.54亿元（YOY-3.72%）。其中，Q1不含服务费票房172亿元，同比下滑9.24%，Q2不含服务费票房116.5亿元，同比增长5.41%。

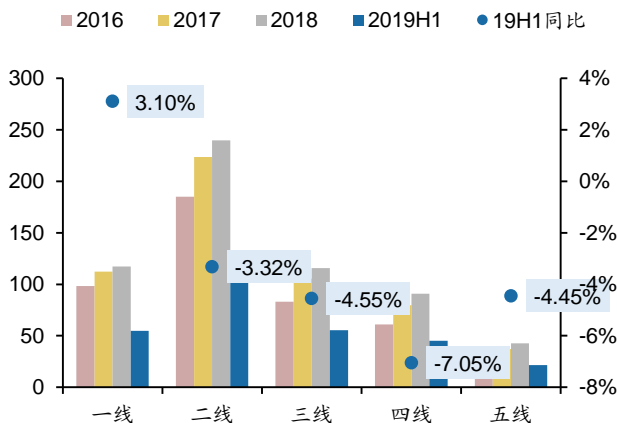
图43：单季电影票房（亿元）和同比增速（%）



资料来源：艺恩数据，广发证券发展研究中心

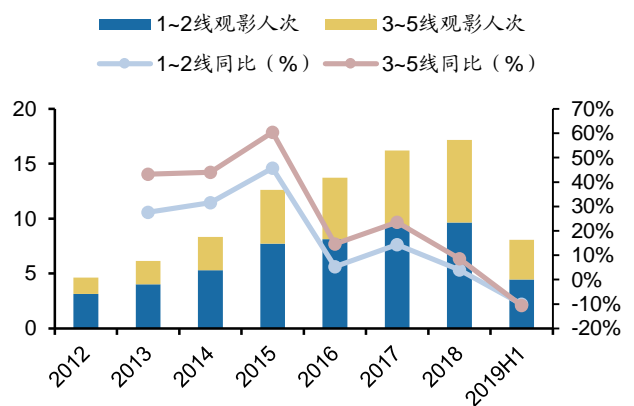
低线城市增速下滑明显，3线及以下票房占比下降0.49pct至45.57%。从城线划分来看，2019年1~6月，1线城市实现票房（不含服务费，下同）54.93亿元（YOY+3.10%），占总票房的19.06%，2线城市实现票房111.05亿元（YOY-3.32%），占总票房38.54%，3~5线城市票房分别为55.47亿元，45.19亿元，21.49亿元，同比分别下降4.55%，7.05%和4.45%。从观影人次来看，2019年1~6月份，总观影人次为8.08亿人，同比下降10.3%，减少近9270万人次。城线结构来看，1线城市观影人次为1.29亿人次（YOY-8.06%），2线城市为3.16亿人次（YOY-10.8%），3~5线城市分别为1.63亿人次，1.35亿人次和6431万人次，分别同比下滑10.48%，11.05%和10.11%。

图44：各线城市2019H1票房（亿元）和同比增速



数据来源：艺恩数据App，广发证券发展研究中心

图45：各线城市2019H1观影人次和同比增速



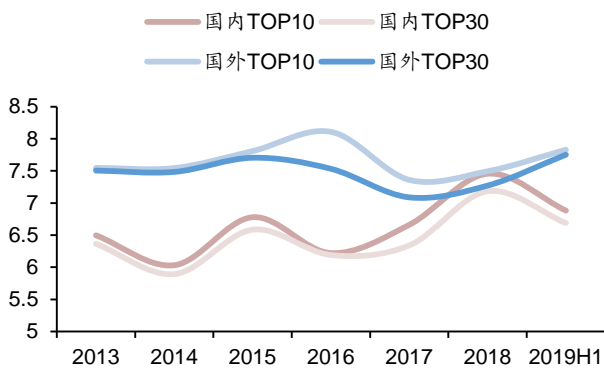
数据来源：艺恩数据App，广发证券发展研究中心

优质进口片持续迭代为票房主推力。根据猫眼专业版APP，2019年1~6月上映的国

产片数量171部，票房合计为157.41亿元，同比下滑-17.0%。上映的进口片71部（含分账片+批片），票房合计154.29亿元，同比增长18.05%，其中，分账片28部，取得票房126.17亿元（YOY+15%），批片43部，取得票房28.12亿元，同比增长33.84%。

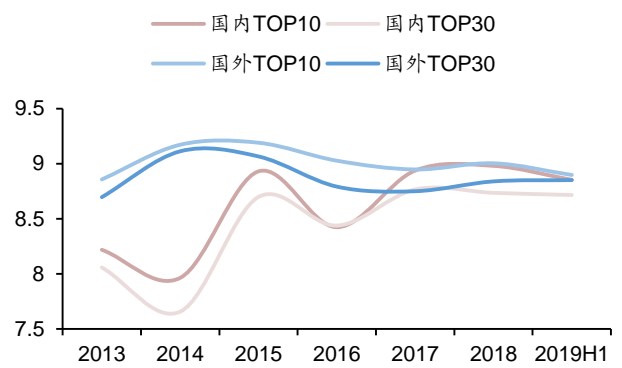
进口影片口碑提升，国产电影质量有所回落。2019年上半年，TOP10国产电影票房加权平均豆瓣评分为6.88分，同比下滑0.06分，TOP30国产电影票房加权平均豆瓣评分为6.69分，同比下滑0.22分；TOP10进口电影票房加权豆瓣评分为7.83分，同比提升0.12分，TOP30进口电影票房加权豆瓣评分为7.75分，同比提升0.43分。按照猫眼评分口径验算，也可以得到相似的结论。

图46: 国产和进口影片的豆瓣票房加权评分



数据来源: 豆瓣, 广发证券发展研究中心

图47: 国产和进口影片的猫眼票房加权评分

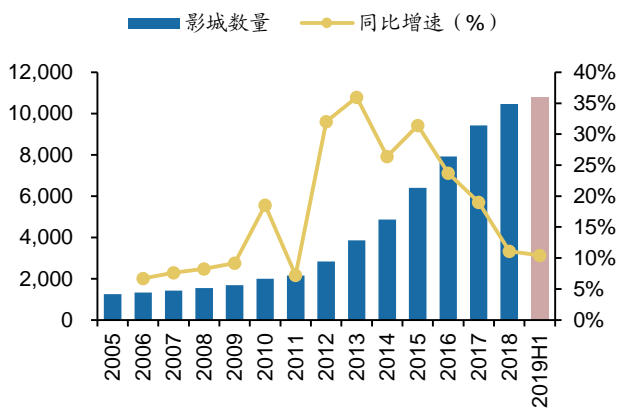


数据来源: 猫眼专业版, 广发证券发展研究中心

5.2 头部影投新建速度放缓，单银幕产出持续回落

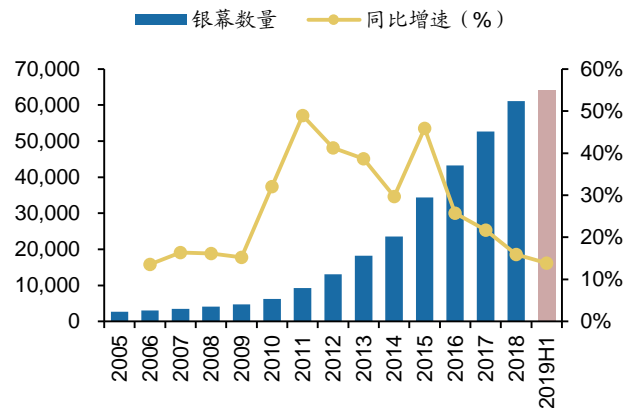
根据艺恩数据显示，2019年1月1日~6月30日期间，全国运营影院（产出票房影院）的数量为10771家，同比增长10.44%，银幕数量为64085块，同比增长13.85%。各线城市渠道扩张分化，1线和5线增速回落明显，2线和4线城市为主要扩张方向。2019H1，2线和4线城市分别新建212座、178座影城，新建银幕1498块和1048块，分别同比增长4.24%和6.18%。

图48: 全国总体影院数量（家）和同比增速（%）



数据来源: 艺恩数据App, 广发证券发展研究中心

图49: 全国总体银幕数量（块）和同比增速（%）



数据来源: 艺恩数据App, 广发证券发展研究中心

影投扩张总体放缓，头部仍有分化。从近年来扩张较快影投公司的建设来看，万达、横店、大地都相比去年有明显的放缓，2019H1新建影院数量分别为30家、22家和7家，分别同比下滑9.1%、26.7%和65%。但同时可以观察到，CGV影城、北京明星时代、博纳影投等新建影院数量上仍保持超过100%的同比增速。

表 3: 近两年累计新建影院数量 TOP10 影投公司的投建情况 (家)

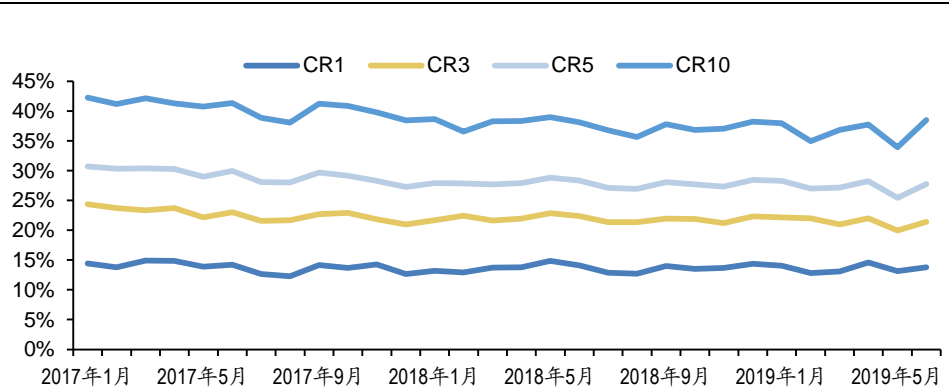
| 影投公司名称 | 2018Q1 | 2018Q2 | 2018Q3 | 2018Q4 | 2019Q1 | 2019Q2 |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 万达电影 | 18 | 15 | 17 | 33 | 11 | 19 |
| 横店电影 | 22 | 8 | 13 | 9 | 16 | 6 |
| 大地院线 | 10 | 10 | 6 | 11 | 4 | 3 |
| 金逸影视 | 5 | 5 | 4 | 10 | 7 | 3 |
| 耀莱影城 | 10 | 3 | 5 | 9 | 2 | 1 |
| 中影影投 | 7 | 3 | 4 | 8 | 5 | |
| CGV影投 | 3 | 2 | 7 | 11 | 4 | 6 |
| 明星时代 | 3 | 1 | 3 | 2 | 6 | 3 |
| 博纳影投 | 2 | 2 | | 3 | 4 | 4 |
| 苏宁院线投资 | 3 | 2 | 4 | 2 | 1 | 3 |

注：影院开业时间选择电资办登记数据，与公司公告的新建影院确认时间点有所差异

资料来源：艺恩数据APP，广发证券发展研究中心

由于长尾扩张速度较快，影投公司票房集中度仍在持续下降。根据艺恩数据显示，2019年1~6月影投公司不含服务费票房的CR3、CR5、CR10分别为21.68%、27.48%和36.30%，同比下降0.45pct、0.23pct和1.31pct。受影院关停影响，星美影院的市占率从2.8%下降至0.86%。此外，大地影院、横店影投、太平洋影管市占率也分别下滑0.26pct、0.17pct和0.2pct。前十大影投中仅有CGV、金逸影视、香港百老汇三家公司的市占率提升，其中CGV主要由于2018H2~2019H1新建28家影城，同增近30%。虽然万达新建速度放缓，但市占率基本保持稳定。截止19H1，万达电影在全国范围内拥有322块IMAX银幕（占据全国总数的60%），优质观影体验在进口片中表现突出。从月度市占率变动来看，万达影投在今年4月（《复联4》）和6月（《哥斯拉2》、《蜘蛛侠：英雄远征》）的市占率分别为14.58%和13.80%，有明显提升。

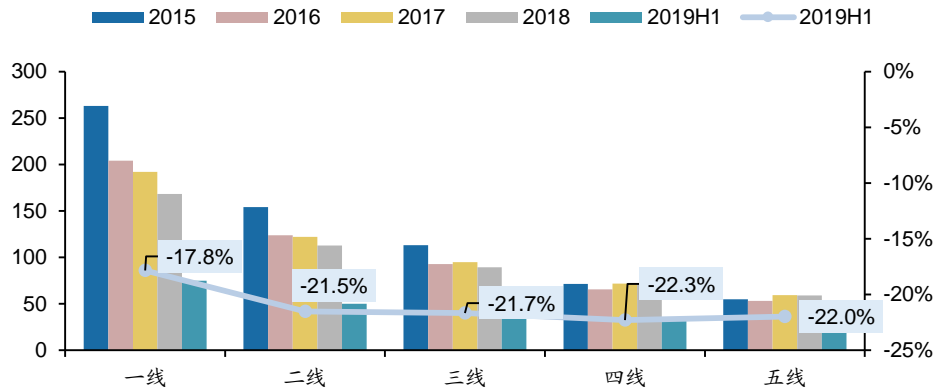
图 50: 影投公司票房集中度月度走势 (%)



资料来源：艺恩数据，广发证券发展研究中心

2019年1~6月，全国运营银幕的单银幕产出为44.96万元/块，同比下滑15.47%。分城线来看，2019年1~6月的1线城市单银幕产出为74.99万元/块，同比下降17.84%，2线城市单银幕产出50.16万元/块，同比下降21.52%，3~5线城市单银幕产出分别为40.80、33.78和27.96万元/块，同比降幅约22%。

图51: 2019H1分城线单银幕产出(万元/块)和同比增速(%)

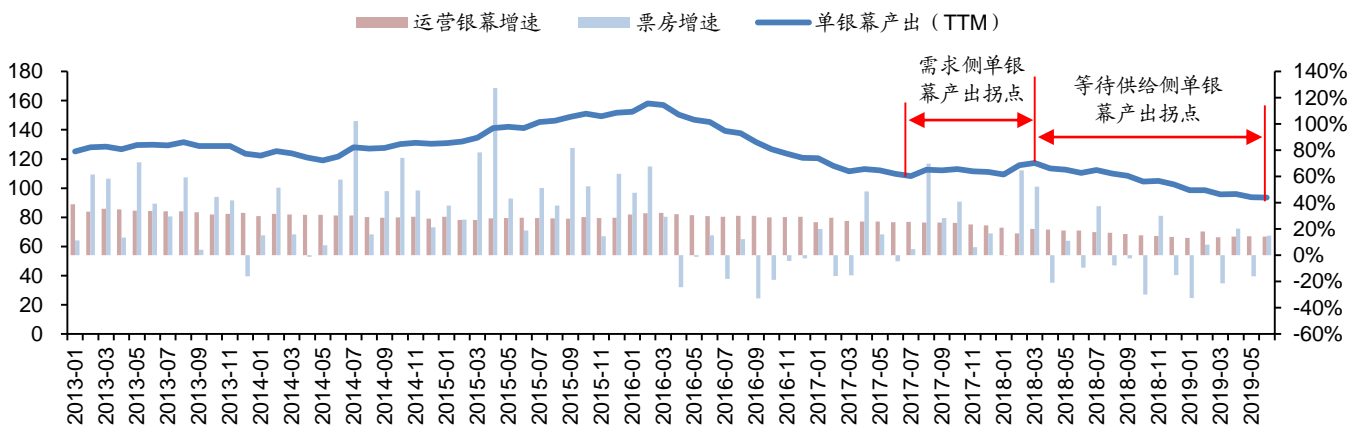


资料来源: 艺恩数据, 广发证券发展研究中心

从高频数据复盘过去五年的全国单银幕产出走势，我们发现“供需两旺”的红利期在2016年3月结束，随后单银幕产出进入了长达38个月的下行周期。其中，在2017年7月~2018年4月期间出现了约10个月的修复性行情，我们称其为“需求侧”单银幕产出拐点，该阶段特点如下：1) 优质国产片高密度上映，但银幕增速保持在20%以上，非稳态水平。2) 单银幕产出走势出现结构性分化，3~5线单银幕产出明显回暖，1~2线横盘震荡。

院线产业的长线机会需等待供给侧拐点的出现。根据我们对院线数据的跟踪，预计今年全年新建银幕增速为13%~15%，关停率为6%~8%，由于商业地产竣工面积持续下滑，银幕供给侧收缩具有持续性，未来新建增速将持续回落（预计2020年回落至个位数水平）。截至2019年6月30日，全国运营银幕数量为63137块，同比增长14.16%。TTM-单银幕产出93.66万元/块，环比下滑0.2%。

图52: 2013年1月~2019年6月单银幕产出(万元/块)和同比增速(%)



资料来源: 艺恩数据, 广发证券发展研究中心

从年度口径来看，若票房预期增速高于9%就可以出现年度口径的单银幕产出拐点，但今年上半年票房表现疲软，全年票房增速预计同比下滑3%~5%，年度口径难以看到单银幕产出拐点。但从季度口径来看，我们预计19Q4有望出现供给侧拐点信号，而且该信号预计将在未来1~2年延续。

预计将在2019Q4出现单银幕产出的供给侧拐点的原因：

- 1) 前期低基数，2018Q4票房同比下滑11%。内容供给丰富，随着国庆节的结束，内容管控或有所放缓，部分撤档或调档的国产片有望在该档期上映。此外，《星球大战9》、《冰雪奇缘2》和《王牌特工3》等进口片也有望在该档期（贺岁档）上线。
- 2) 供给持续收缩，关停影院持续累计，预计Q4运营银幕增速有望回落至5%~9%。

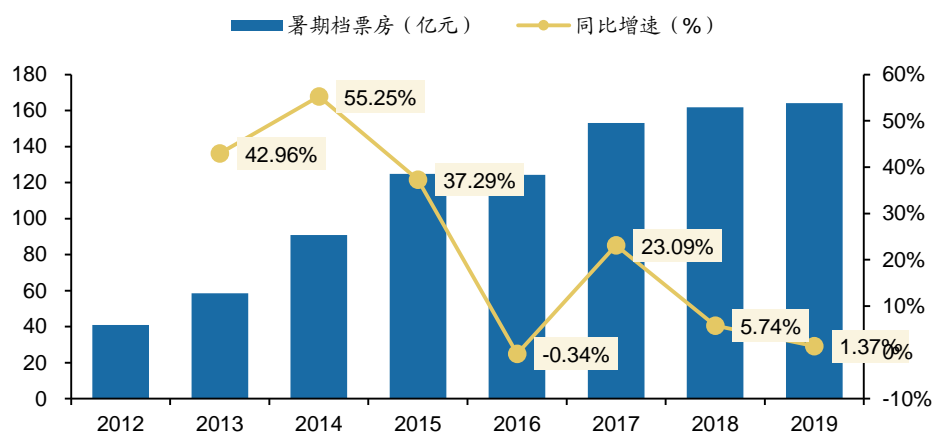
预计未来两年单银幕产出拐点能延续的原因：

- 1) 供给侧收缩是持续的，18、19年商业用地供给和商业地产竣工增速持续下滑。
- 2) 明年或将迎来国产片大年，包括《唐人街探案3》、《战狼3》、《美人鱼2》、《封神》等电影预计在2020年上映。长期来看，观影人次、票价等具备持续提升空间，票房有望保持8%~10%的增速水平，高于供给侧预期增速水平。

5.3 《哪吒》票房大卖托起暑期档，国产动画电影市场空间打开

国漫崛起，《哪吒》票房大卖托起大盘。6月底多部高期待值影片遭撤档，包括易烱千玺和周冬雨主演的《少年的你》，管虎导演的战争题材影片《八佰》，王大陆和彭昱畅主演的喜剧影片《小小的愿望》，市场曾对19年暑期档票房一度悲观。但随着《哪吒》（47亿元）、《烈火英雄》（16.36亿元）、《扫毒2》（12.95亿元）、《速度与激情》（11.47亿元）等多部优质电影的陆续上映。最终，暑期档最终实现票房（不含服务费）164.08亿元，同比微增1.37%，好于此前市场预期。

图53：2012~2019年暑期档票房（亿元）和同比增速（%）

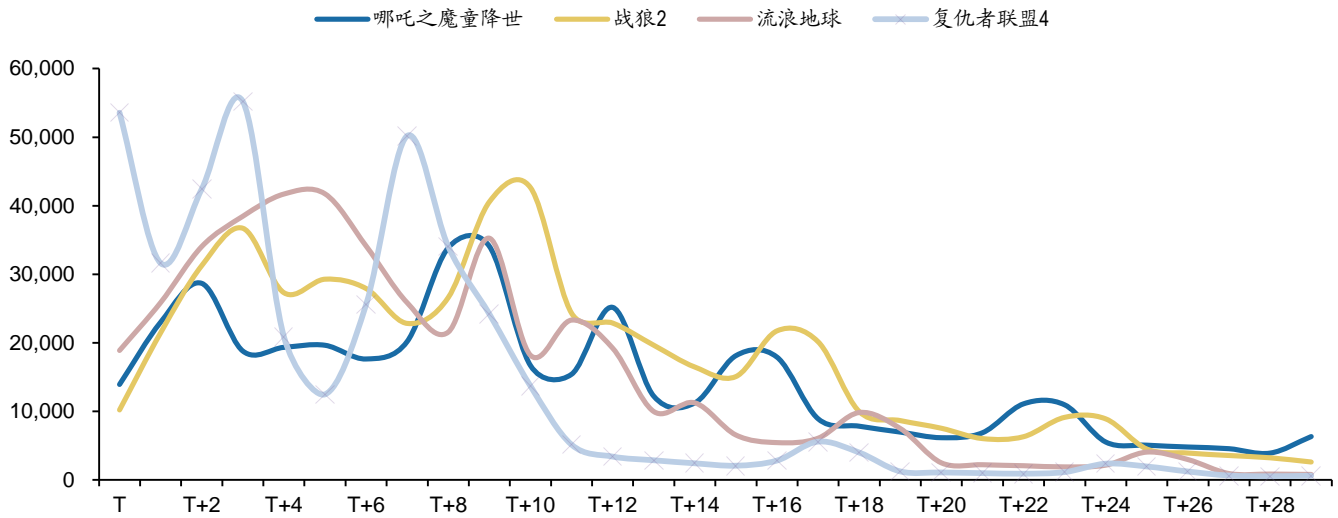


数据来源：艺恩 APP，广发证券发展研究中心

优质内容，精良制作，“天时、地利”同成票房大作。暑期档上映的《哪吒：魔童降世》凭借创新题材，精良制作，优质口碑（猫眼和豆瓣分别获得9.7分和8.6分），同档期竞品较少，上映后连续17天票房破亿，至今已经获得46.54亿元，总观影人次达

到1.28亿次，单片票房超过18年全年动画电影票房总和，超过《流浪地球》（46.54亿元），高居国内票房榜第二。与国内40亿以上票房的影片相比，《哪吒》后劲充足，票房曲线衰减速度比《战狼2》更为缓慢，上映25~30天的日均票房可以达到4933万元，远高于《战狼2》3566万元、《流浪地球》1923万元、《复仇者联盟4》996万元。

图54: 《哪吒：魔童降世》与其他40亿以上影片单日票房走势（万元）



资料来源：猫眼专业版，广发证券发展研究中心

表4: 中国动画电影票房市场测算

| 中国动画电影票房测算 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019H1 | 2019E | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|--------|---------|--------|--------|--------|---------|---------|--------|--------|
| 动画电影数量(部) | 54 | 60 | 52 | 63 | 36 | 60 | 65 | 75 | 80 |
| 单部影片票房(亿元/部) | 0.81 | 1.17 | 0.97 | 0.67 | 0.84 | 1.58 | 1.10 | 1.35 | 1.60 |
| 动画电影票房(亿元) | 43.65 | 70.28 | 50.26 | 42.50 | 30.37 | 95.00 | 71.50 | 101.25 | 128.00 |
| 国产动画电影数量(部) | 38 | 36 | 27 | 30 | 14 | 32 | 40 | 45 | 48 |
| 国产动画单片票房(亿元/部) | 0.51 | 0.37 | 0.50 | 0.52 | 0.96 | 1.98 | 0.95 | 1.25 | 1.8 |
| 国产动画电影票房(亿元) | 19.44 | 13.17 | 13.48 | 15.60 | 13.38 | 63.38 | 38.00 | 56.25 | 86.40 |
| 同比增速(%) | 80.89% | -32.24% | 2.33% | 15.75% | 71.00% | 306.24% | -40.05% | 48.03% | 53.60% |
| 全国总票房 | 440.70 | 457.10 | 559.00 | 606.51 | 311.58 | 612.58 | 661.58 | 707.89 | 753.90 |
| 同比增速(%) | 48.68% | 3.72% | 22.29% | 8.50% | -2.64% | 1.00% | 8.00% | 7.00% | 6.50% |
| 动画电影票房/总票房(%) | 9.91% | 15.38% | 8.99% | 7.01% | 9.75% | 15.51% | 10.81% | 14.30% | 16.98% |
| 国产动画/动画电影票房(%) | 44.53% | 18.74% | 26.82% | 36.71% | 44.06% | 66.72% | 53.15% | 55.56% | 67.50% |

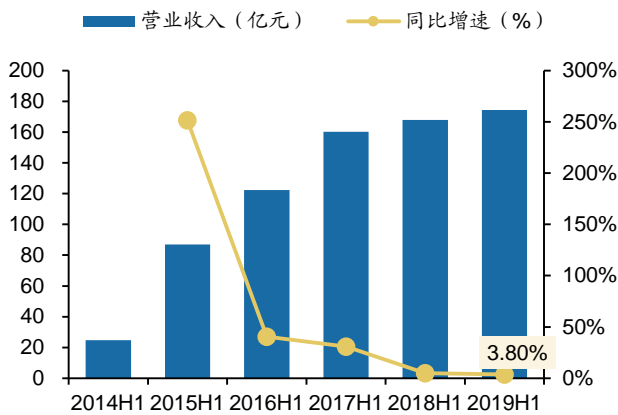
资料来源：Wind，广发证券发展研究中心

5.4 财务分析：整体业绩表现低于预期，静待行业拐点到来

受行业竞争加剧和短期票房增速不及预期的影响，2019H1院线板块营业收入174.34亿元，同比增长3.8%，归母净利润为15.38亿元，同比下滑24.4%。2019Q2实现营

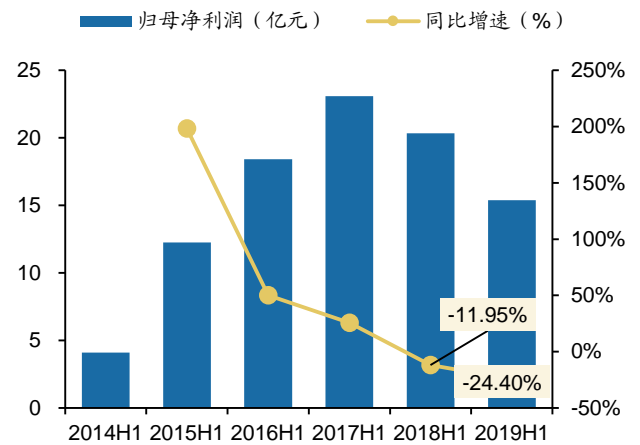
业收入84.81亿元，同比增长13.32%，环比下滑5.26%；归母净利润10.36亿元，同比下滑31.45%（相比Q1下滑20.43%的降幅有所扩大），环比下滑51.53%。

图55: 院线板块营业收入(亿元)和同比增速(%)



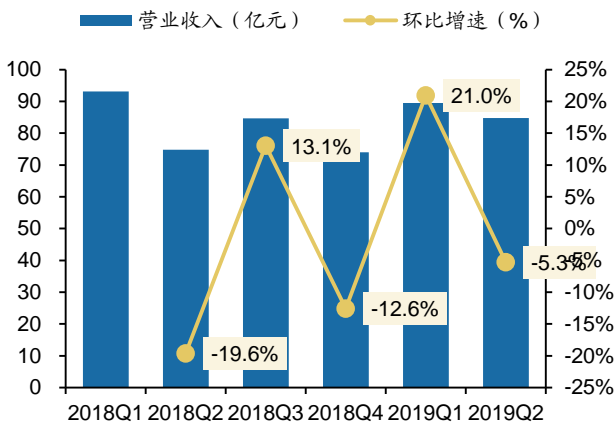
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图56: 院线板块归母净利润(亿元)和同比增速(%)



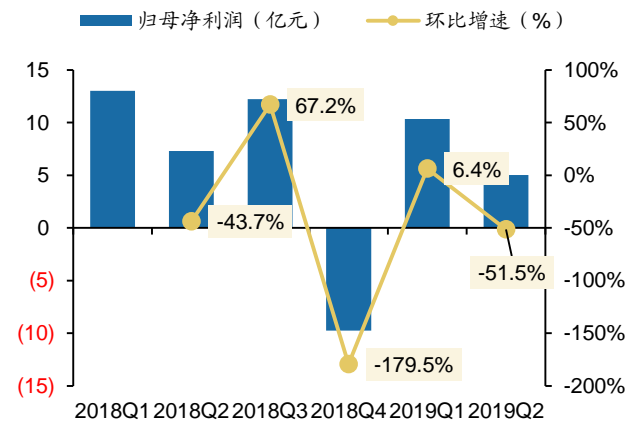
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图57: 院线单季度营收(亿元)和环比增速(%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图58: 院线单季度净利润(亿元)和环比增速(%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

从个股层面来看，万达电影资产重组于Q2完成并表，但由于上半年注入资产相关业务表现不及预期，影视相关业务上半年贡献归母净利润3250万元，同比大幅下滑93.16%。受此影响，万达电影可比口径归母净利润同比下滑61.9%至5.24亿元。

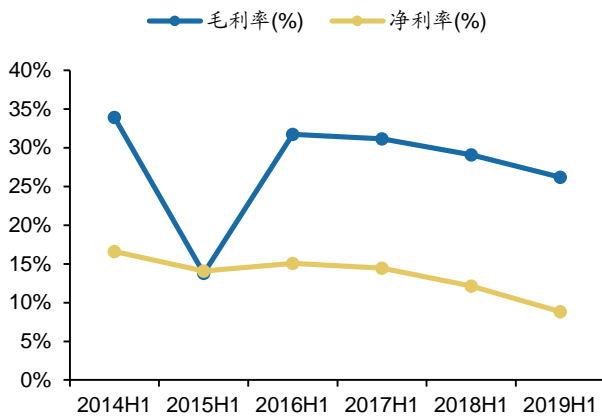
上半年实现净利润正增长的院线公司包括中国电影、上海电影、文投控股。其中，上海电影主要受益于高线城市的票房表现，上半年归母净利润同比增长16.42%至6829万元。中国电影则主要受益于参与投资《流浪地球》驱动制片业务，进口片票房向好提振发行业务以及中影巴克的并表，但影院和广告营销业务出现明显负增长，上半年归母净利润同比增长2.25%至6.82亿元。

此外横店影视半年度归母净利润1.73亿元，同比下滑23.76%，金逸影视归母净利润5519万元，同比下滑36.78%，幸福蓝海归母净利润508万元，同比下滑94.12%。

单银幕产出下滑挤压放映业务毛利率，观影人次下滑抑制非票收入增长。2019H1院线板块总体毛利率同比减少2.9pct至26.17%，归母净利润率同比减少3.29pct至

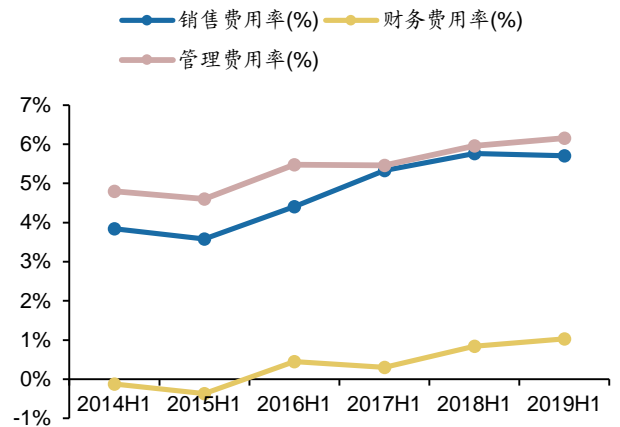
8.82%。期间费用方面，销售费用同减0.06pct至5.71%，财务费用同减0.18pct至1.03%，管理费用同增0.19pct至6.15%。

图59: 院线板块毛利率和净利率 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图60: 院线板块三大期间费用率 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

单季度来看，2019Q2的毛利率为23.83%，环比减少4.55pct，同比减少2.15pct，归母净利润率为5.92%，环比减少5.65pct，同比减少3.87pct。

表5: 院线板块的财务指标单季度走势 (%)

| 季度 | 毛利率 | 销售费用率 | 管理费用率 | 财务费用率 | 资产减值损失率 | 归母净利润率 |
|--------|--------|-------|-------|-------|---------|---------|
| 2018Q1 | 31.55% | 5.52% | 5.36% | 1.11% | 0.16% | 13.98% |
| 2018Q2 | 25.99% | 6.08% | 6.70% | 0.52% | 0.03% | 9.78% |
| 2018Q3 | 25.28% | 5.32% | 6.76% | 0.76% | 0.38% | 14.46% |
| 2018Q4 | 17.64% | 8.35% | 8.16% | 1.29% | 17.88% | -13.15% |
| 2019Q1 | 28.39% | 5.50% | 5.50% | 0.96% | 0.11% | 11.57% |
| 2019Q2 | 23.83% | 5.93% | 6.84% | 1.09% | -0.35% | 5.92% |

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

个股层面来看，自营比例较高的公司受短期票房下滑的冲击更大。2019H1电影票房（不含服务费）同比下滑3.6%，以加盟型为主的中国电影和上海电影毛利率同比减少0.42pct和3.4pct，归母净利润分别同比增长2.25%和16.42%。资产联结型为主的万达电影、横店影视和金逸影视毛利率同比减少5.11pct、5.48pct和4.92pct，归母净利润分别同比下滑61.9%、23.76%和36.78%。

表6: 院线板块的财务指标单季度走势 (%)

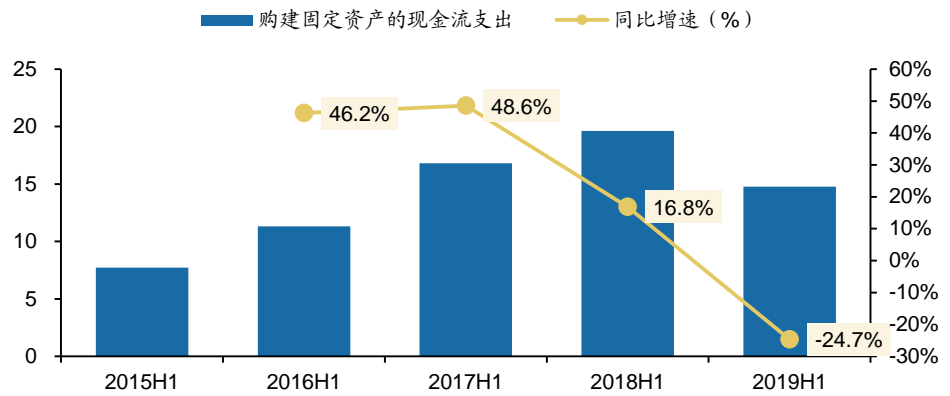
| 毛利率 | 横店影视 | 金逸影视 | 上海电影 | 万达电影 | 文投控股 | 幸福蓝海 | 中国电影 |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 2019H1 | 20.51% | 21.78% | 18.30% | 27.65% | 33.23% | 35.01% | 23.90% |
| 2018H1 | 25.99% | 26.71% | 21.70% | 32.76% | 22.47% | 40.63% | 24.32% |
| 同比变动(pct) | -5.48 | -4.92 | -3.40 | -5.11 | 10.76 | -5.62 | -0.42 |

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

从投资性现金流来看，上市院线公司影城扩建支出快速放缓，2019H1购建固定资产、无形资产和其他长期资产的现金流支出合计14.77亿元，同比下滑24.7%，为近五年来首次下滑。其中万达电影同比下滑27.2%，横店影视和金逸影视同比分别小幅下滑

3.18%和2.36%，上海电影和中国电影收缩幅度显著，分别同比下滑47%和51%。

图61: 购建固定资产的现金流支出(亿元)和同比增速(%)

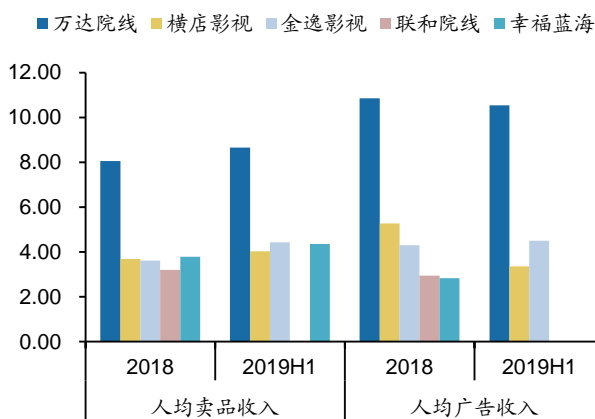


数据来源: 艺恩APP, 广发证券发展研究中心

影院广告收入增速回落明显, 非票业务收入占比下滑。2019上半年影院广告代理商面临巨大的经营压力, 分众传媒影院广告业务营业收入同比下滑17.92%, 毛利率下滑至34.60%。为减少成本开支, 分众签约的影院和银幕数量分别减少30家和200块, 中影营销签约的影院和银幕数量分别减少88家和592块, 上海晶茂传媒在18Q2开始毛利率转负, 现金流难以支撑, 于2019年8月申请破产。影院广告代理商的经营压力也将传导上游资源提供方(影城), 前期签订的广告合同面临违约和重新议价的风险。

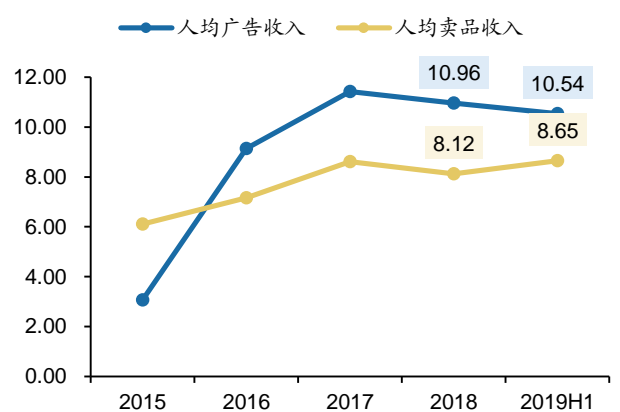
自营为主+集团资源支持, 万达电影依然保持人均非票收入小幅增长。受观影人次下滑影响, 2019H1万达电影的非票业务实现收入23.63亿元, 同比下滑5.55%, 占院线相关业务营收比重下降0.43pct至33.67%, 上半年人均广告和卖品收入分别为10.54元/人和8.65元/人, 分别同比小幅提升2.21%和3.18%。

图62: 主要院线公司的人均广告和卖品收入(元/人)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图63: 万达人均广告收入和人均卖品收入(元/人)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

风险提示

- 1) 竞争加剧，成本提升的风险。随着龙头院线的跨区域扩张以及新兴投资主体陆续进入，影院数量仍然保持两位数增长，从而导致整体的单银幕产出持续下滑，同时也推升了商业地产租金成本的上涨。
- 2) 票房市场不及预期的风险。非档期优质内容匮乏，上座率低。
- 3) 影院现金流压力和资产减值风险。院线公司若持续保持高速扩张，影城盈利能力不断下滑。而租金、人力成本存在刚性上涨的压力，在目前投资回收周期不断延长的环境下，可能出现现金流风险和资产减值风险。
- 4) 补贴退坡或停止的风险。目前政府补贴收入是院线公司在三四线城市投建院线的影响因素，同时也是上市院线的利润构成项目，未来投建补贴逐步取消可能会对新建和改造影院的盈利产生一定程度的影响。

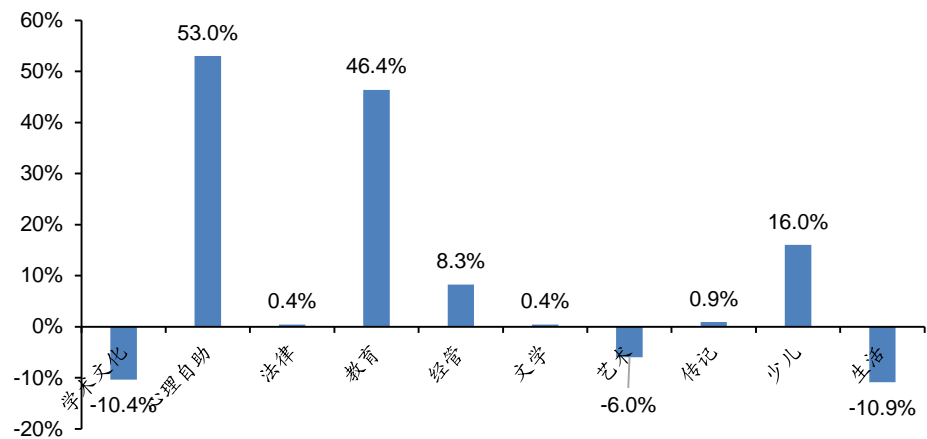
六、出版行业：利润边际改善，估值位于底部，建议关注业绩稳健的龙头公司

6.1 图书零售市场保持两位数增长，关注掌握自有渠道和长销书资源的公司

图书零售市场继续保持两位数的增长。根据开卷信息的统计数据，2019年H1全国图书零售市场的码洋规模同比增长10.82%，其中网店渠道同比增长24.19%，增速略有放缓；实体店渠道同比下降11.72%，延续负增长态势。

拆分细分市场来看：1) 少儿类图书延续高增速、高占比的格局，2019年H1码洋规模同比增长16.00%，占零售市场总码洋的27.38%、比去年同期增加1.22pct。2) 文学类图书遇冷，2019年H1码洋规模同比基本持平，占零售市场总码洋的10.84%、比去年同期减少1.13pct。3) 教材教辅在线上线下的表现强劲，实体店渠道的码洋同比增长2.81%，是唯一保持增长的细分品类；网店渠道的码洋同比增长29.72%；占零售市场总码洋的15.79%、比去年同期增加0.28pct。

图64：2019年H1图书零售细分市场的码洋增速



数据来源：开卷信息，广发证券发展研究中心

2019年H1，图书零售市场呈现出2个明显变化：1）抖音、拼多多等新渠道介入图书零售市场，网店和实体店的销售情况分化，网店的渠道折扣不断压低；2）新书贡献度进一步收缩，以公版书为首的经典图书市占率提升。在此行业背景下，建议关注拥有自有渠道和长销书资源的龙头公司。

抖音、拼多多等新渠道介入图书零售市场，抢夺京东、当当等传统线上渠道的流量，导致线上平台为吸引消费者进一步压低渠道折扣，不需要版权费用的低价图书畅销，网店渠道的码洋虚高。根据开卷信息的统计数据，2019H1网店渠道折扣为60折（不包含满减、满赠、优惠券等活动），比2018年全年的62折减少2pct。

对比2019年6月和2018年6月开卷信息发布的“零售渠道畅销书排行榜TOP30”和“网店畅销书排行榜TOP30”，2018年6月共有22本非虚构类图书同时进入零售渠道和网店的畅销榜，而在2019年6月仅有13本非虚构类图书同时进入零售渠道和网店的畅销榜。网店渠道畅销榜Top30且未进入零售渠道畅销榜的非虚构类图书大多在当当网上存在多个出版社版本，这类图书的特征是基本不需要版权采购费用，也不存在市场认可度很高的版本，因此市面上充斥着各个版本的同名图书。对于网店渠道而言，这类图书为平台提供了可观的流量和销售码洋；但是对于实体店而言，这类图书的品质和单价较低，对书店形象可能会造成负面影响，而且线下销售方式使得薄利图书难以负担展销成本，因此这类图书线上线下的销售情况产生了分化。

表7：“零售渠道畅销书TOP30”和“网店畅销书TOP30”的重叠书目

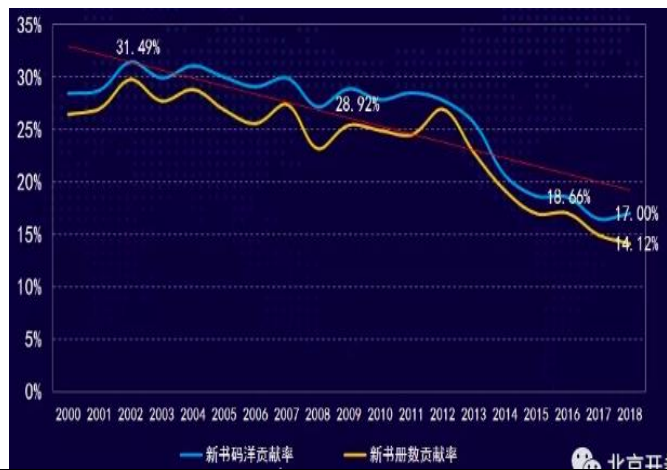
| | 虚构类 | 非虚构类 | 少儿类 |
|--------|-----|------|-----|
| 201906 | 25 | 13 | 19 |
| 201806 | 26 | 22 | 15 |

资料来源：开卷信息，广发证券研究与发展中心

另一个明显变化是新书贡献度进一步收缩，同时以公版书为首的经典图书市占率逐渐提升。根据开卷信息的统计数据，2019年H1新书的品种数为9.09万种，比去年同期下降6.22%；仅有3本新书进入总榜Top100，对总榜Top100的码洋贡献率为4.35%。

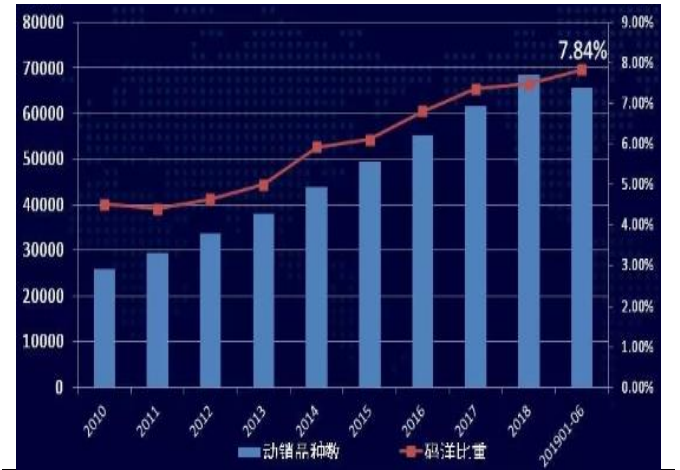
而去年同期有5本新书进入总榜Top100，对应的码洋贡献率为5.67%。新书的贡献度减弱，其一是因为新媒体渠道和知识付费平台的崛起抢夺了纸质图书的内容提供者；其二是因为经典图书持续沉淀挤占新书的市场空间，例如公版书在全国图书零售市场的码洋比重从2010年的4.52%增长至2019年H1的7.84%。

图65：2000-2018图书零售市场的新书贡献率



数据来源：开卷信息，广发证券发展研究中心

图66：2010-2019H1图书零售市场的公版书贡献率



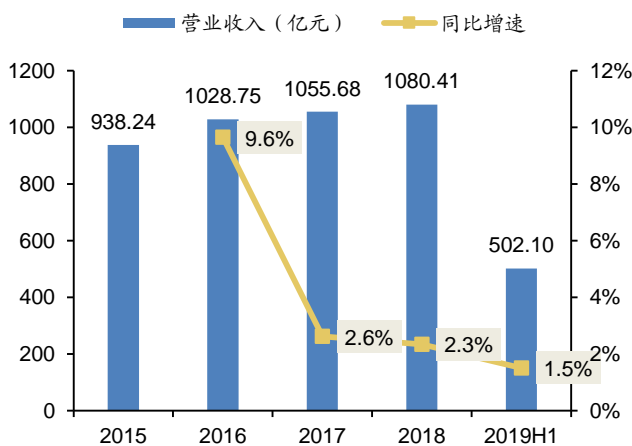
数据来源：开卷信息，广发证券发展研究中心

6.2 上市公司：营收平稳增长，利润率边际改善

从上市公司的营收和净利润来看，2019年H1出版行业的营业收入为502.10亿元，同比增长1.5%，营收增速维持平稳态势；出版行业的归母净利润为65.43亿元，同比增长4.2%，利润率相对提升主要得益于出版成本下降和营收结构改善。

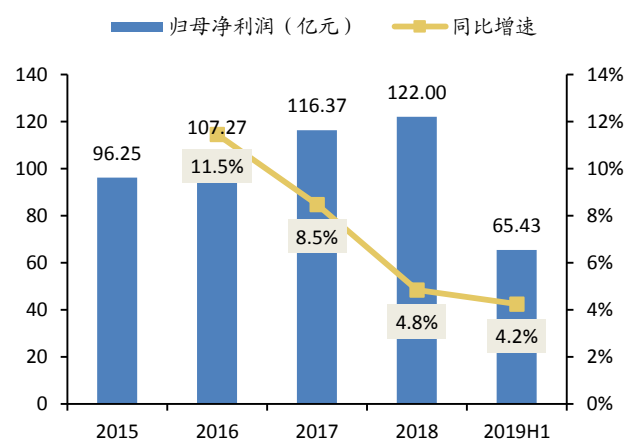
从单季度来看，2019年Q2出版行业的营业收入为269.46亿元，同比减少2.0%，主要是因为2018年Q1出版企业相关的税收优惠政策未能落地，导致部分业务延迟至2018年Q2确认收入，去年同期的营收基数较大；出版行业的归母净利润为36.05亿元，同比增长3.6%。（由于中信出版缺乏单季度数据，因此上述出版行业单季度营收和归母净利润不包括中信出版）

图67：2015-2019H1出版行业营收及同比增速



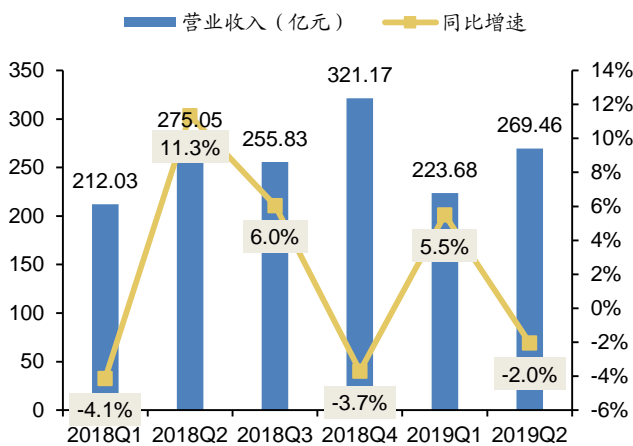
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图68：2015-2019H1出版行业的净利润及同比增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

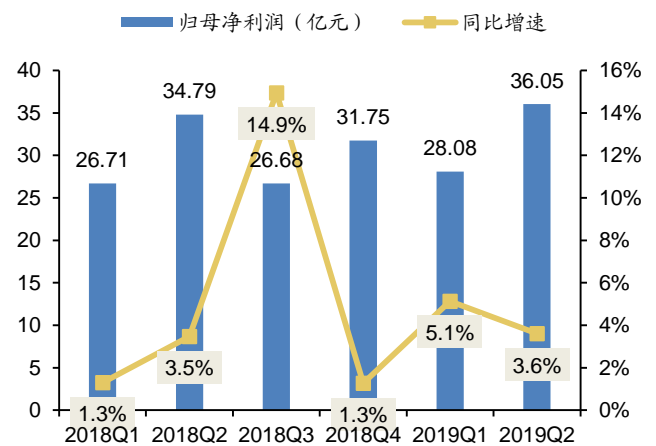
图69: 2018-2019Q2出版行业营收及同比增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 以上单季度行业营收不包括中信出版

图70: 2018-2019Q2出版行业的净利润及同比增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 以上单季度行业归母净利润不包括中信出版

其中有9家上市公司在中报里拆分了出版业务和发行业务。2019年H1, 出版业务的营收增速平均为7.5%, 义务教育阶段统一使用三科统编教材的政策影响逐渐消化; 毛利率增幅平均为2.03pct, 主要是因为双胶纸和铜版纸的价格自去年5月开始下调, 根据卓创资讯的数据, 2018年9月至2019年6月双胶纸的平均价格比去年同期下降约12%、铜版纸价格下降约18%。

2019年H1, 发行业务的营收增速平均为13.8% (剔除异常增长的中国出版), 发行市场的集中度提升趋势显著; 毛利率与去年同期基本持平。

表8: 2019年H1出版上市公司的出版发行业务情况

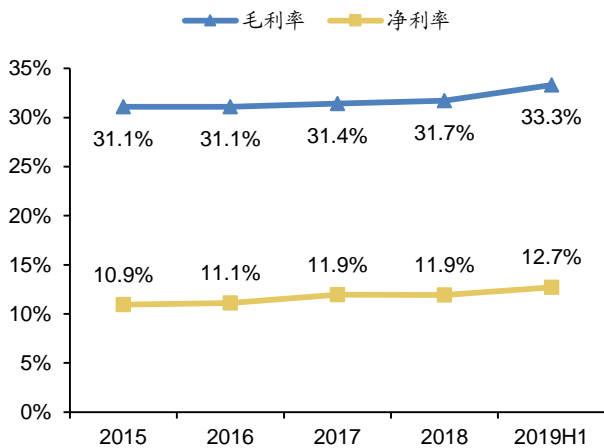
| 证券代码 | 证券简称 | 营收 (亿元) | 同比增速 (%) | 出版分部 | | | 发行分部 | | |
|-----------|------|---------|----------|---------|----------|-------------|---------|----------|-------------|
| | | | | 营收 (亿元) | 同比增速 (%) | 毛利率增幅 (pct) | 营收 (亿元) | 同比增速 (%) | 毛利率增幅 (pct) |
| 601928.SH | 凤凰传媒 | 61.87 | 15.1% | 20.23 | 5.5% | +6.78pct | 48.46 | 17.4% | -0.38pct |
| 600373.SH | 中文传媒 | 59.43 | -1.1% | 14.52 | | | 19.98 | | |
| 601098.SH | 中南传媒 | 43.65 | 4.9% | 11.64 | 11.0% | +3.30pct | 33.09 | 8.2% | -0.55pct |
| 601019.SH | 山东出版 | 41.86 | -4.9% | 11.12 | 8.2% | -0.41pct | 29.40 | 4.2% | -0.98pct |
| 000719.SZ | 中原传媒 | 41.53 | 1.3% | 8.04 | 6.5% | +2.44pct | 31.96 | 26.5% | -4.51pct |
| 601811.SH | 新华文轩 | 38.74 | 8.3% | 10.68 | 10.1% | +5.11pct | 33.40 | 7.3% | +1.94pct |
| 600551.SH | 时代出版 | 30.53 | 3.5% | 10.37 | 4.5% | -0.25pct | | | |
| 601900.SH | 南方传媒 | 26.03 | 14.0% | 10.14 | 5.0% | -3.19pct | 14.88 | 19.5% | -3.76pct |
| 601949.SH | 中国出版 | 25.06 | 22.4% | 15.55 | 9.3% | +2.46pct | 2.14 | 60.9% | +3.95pct |

数据来源: wind, 广发证券研究与发展中心

从上市公司的期间费用率和净利率来看，出版行业的平均毛利率由2015年的31.10%提升至2019年H1的33.31%，2019年H1的平均毛利率比去年同期增加1.19pct，主要是因为纸张成本下降；平均净利率由2015年的10.93%提升至2019年H1的12.70%，2019年H1的平均净利率比去年同期增加0.62pct。

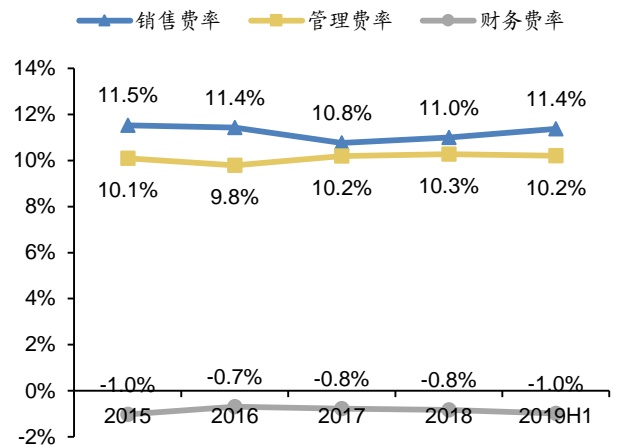
2019年H1，出版行业的平均销售费率为11.37%，比去年同期增加0.35pct，主要是因为实体书店码洋规模下滑和图书市场竞争加剧导致出版社对应提升销售开支；平均的管理费率（包括研发费用）为10.21%，平均的财务费率为-1.00%，与去年同期基本持平。

图71：2015-2019H1出版行业毛利率和净利率



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图72：2015-2019H1出版行业的期间费率



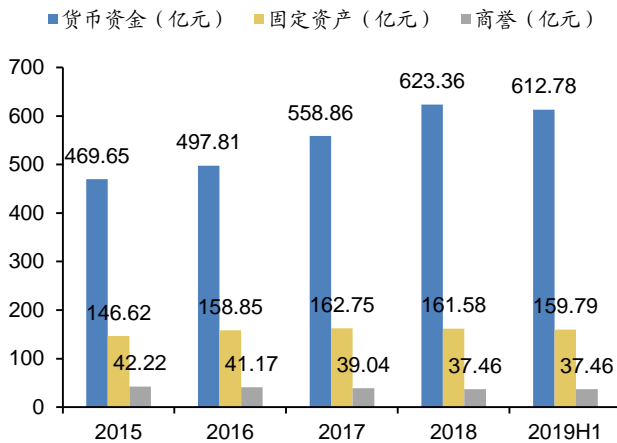
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：为可比口径，上图的管理费率均包含研发费用

6.3 财务分析：资产丰厚，板块估值位于历史低位

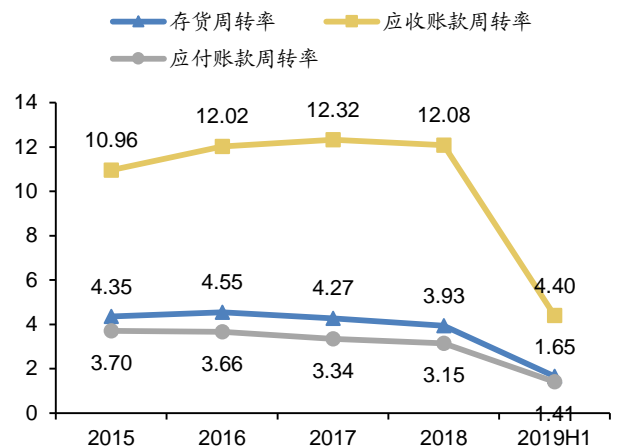
从上市公司的资产来看。截止2019年H1末，出版行业拥有货币资金612.78亿元、固定资产159.79亿元，与2018年底基本持平；拥有商誉37.46亿元，商誉的规模较小、减值风险较低。2019年H1，出版行业的平均存货周转率、应收账款周转率、应付账款周转率与去年同期基本持平。

图73: 2015-2019H1出版行业的资产情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图74: 2015-2019H1出版行业的周转率



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

以2019年8月30日的收盘价计算, 出版板块的PE (TTM) 估值中位数为15.30倍, 位于过去3年历史估值的较低水平。综合考虑出版板块的业绩稳健、资产丰厚, 目前估值处于历史较低水平, 建议关注拥有自有渠道和畅销书资源的标的, 例如中国出版、新经典、中信出版、中国科传、凤凰传媒、中南传媒。

图75: 过去3年出版板块的PE (TTM) 估值中位数 (单位: 倍)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

风险提示: 实体书店码洋持续下滑; 网店渠道折扣下降; 出生人口减少; 移动互联网冲击; 纸价波动; 公司销量不及预期。

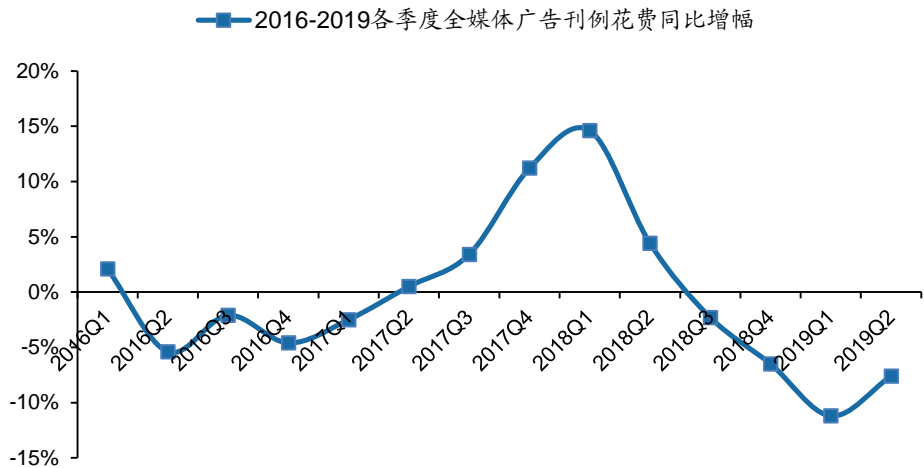
七、营销: 需求拐点需等待, 长期仍看好楼宇广告价值

7.1 行业现状: 需求端疲软持续, 广告主结构调整推进

受经济不景气影响, 广告营销行业目前整体需求仍疲软。根据CTR数据, 全媒体广告市场2019年上半年刊例花费同比下滑8.8%, 传统广告市场下滑幅度更是达

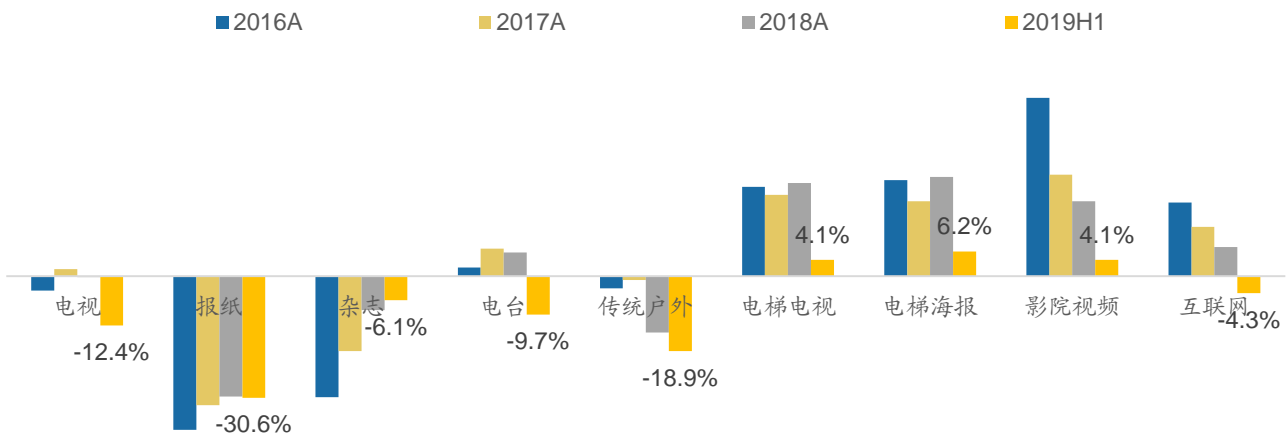
12.8%。分季度来看，19Q1、19Q2刊例花费同比均下滑，19Q1是自18Q3以来降幅的低点，19Q2同比降幅有所缩窄。单月来看，自2018年7月起全媒体广告市场刊例花费已经连续12个月当月同比下滑。分媒介来看，上半年仅电梯电视、电梯海报以及影院视频刊例花费呈现同比上升，但整体增幅下滑明显，均进入个位数区间。上半年广告市场需求端压力仍大。

图76: 全媒体广告刊例花费同比变动情况



数据来源: CTR, 广发证券发展研究中心

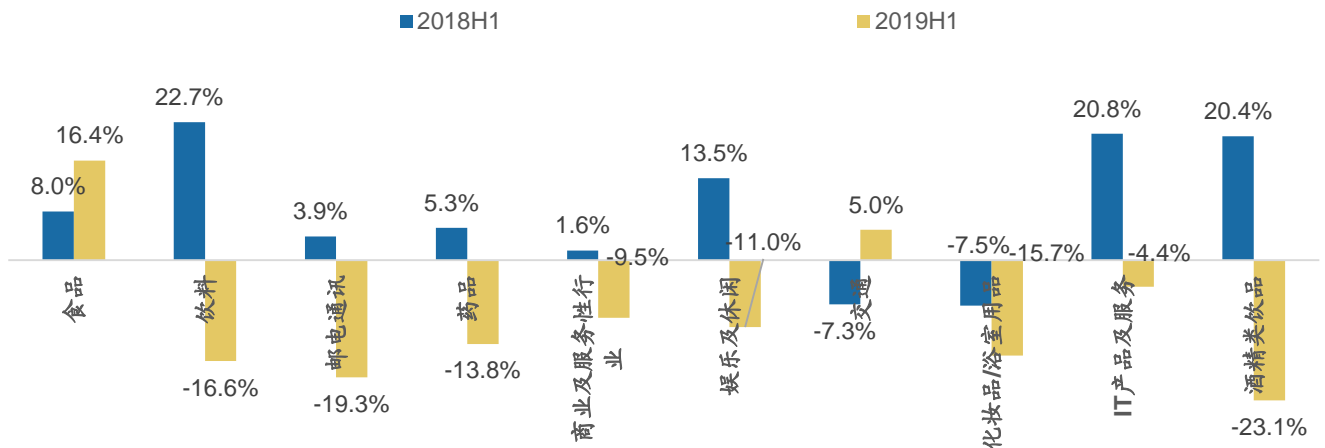
图77: 不同媒介广告刊例花费同比变化情况



数据来源: CTR, 广发证券发展研究中心

广告主角度来看，上半年全媒体广告市场投放刊例花费TOP10行业中，仅食品、交通行业呈现增长，增幅分别为16.4%、5.0%。其余广告主来看，酒精类饮品以及邮电通讯行业下滑幅度最大，刊例花费分别下降23.1%以及19.3%。

图78: 2018H1及2019H1TOP10行业投放刊例花费同比增幅

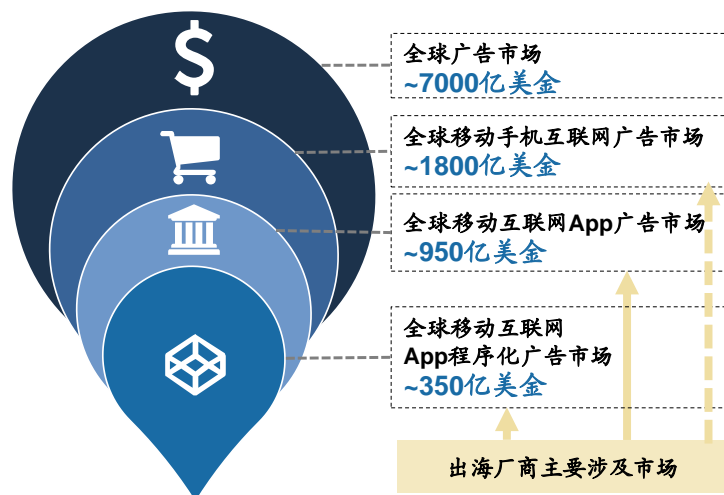


数据来源: CTR, 广发证券发展研究中心

7.2 未来趋势: 看好出海投放机会, 长期仍看好楼宇广告价值

行业层面, 分国内国外来看, 我们看好出海广告投放近几年的需求增长。根据易观智库, 2018年国内移动互联网的广告市场规模约为3210亿元, 整体互联网广告市场的规模接近4000亿元, 今年有望达到4500亿元。而根据汇量科技的招股说明书显示, 全球的广告市场在2018年达到了7120亿美元, 其中仅手机端广告主预算达到了1760亿美元, 占总广告预算支出的25%左右, 未来有望逐步提高比例, 2022年有望占比达到35%左右, 成为全球广告市场增长的主动力。出海公司主要切走的收入系移动应用App的投放预算, 最严格的筛选标准下这同样是一个千亿元级别的市场。

图79: 2018年我们估计出海营销厂商所涉及的市场规模

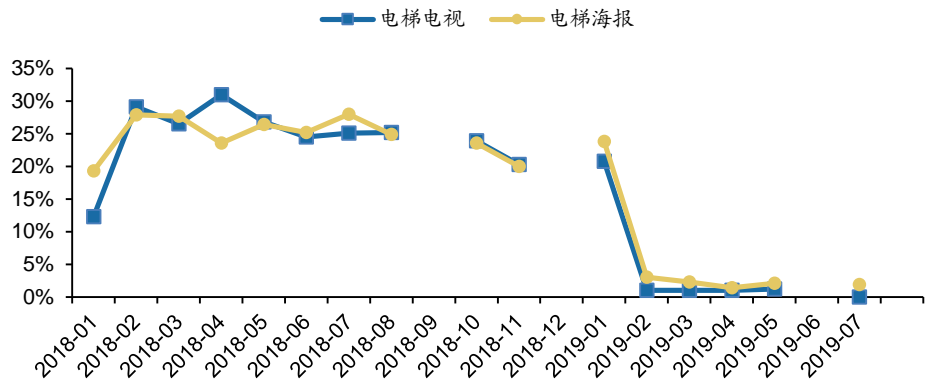


数据来源: 汇量科技招股说明书, 广发证券发展研究中心

分媒介类型来看, 我们仍看好楼宇媒体的广告价值。CTR的数据显示生活圈媒体中电梯电视、电梯海报以及影院视频2019年上半年刊例花费变动幅度分别为4.1%、

6.2%、4.1%。7月份增速仍疲软，7月刊例花费同比变动幅度分别为0.0%、1.9%、2.8%，自今年2月份开始增幅进入个位数区间，滑落明显。我们认为生活圈媒体刊例花费下滑明显一是因为经济下滑带来的行业整体疲软，二是因为原本占据楼宇媒体最主要需求的新经济公司因一级市场融资环境缩紧，整体投放缩紧。两个因素叠加影响带来了楼宇媒体整体缩量。但楼宇媒体作为能够覆盖3亿城市主流消费人群的媒介，日均触达超过5亿人次，我们仍看好其广告价值。经济下行期，龙头积极调整广告主结构，18年以来逆势扩张点位有望在经济回暖之后持续提升利用率。

图80：楼宇媒体刊例花费变动情况

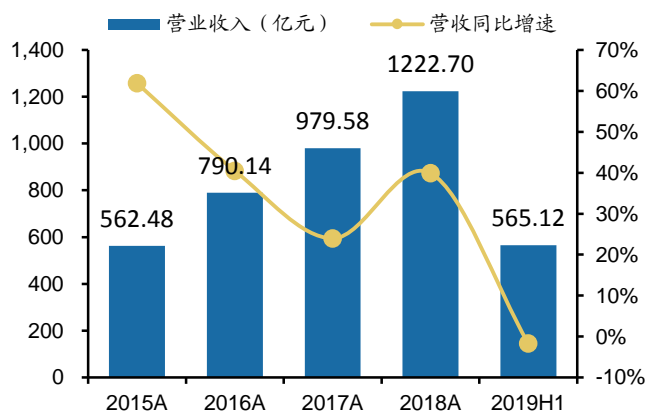


数据来源：CTR，广发证券发展研究中心

7.3 上市公司表现：经济下行需求端有一定压力

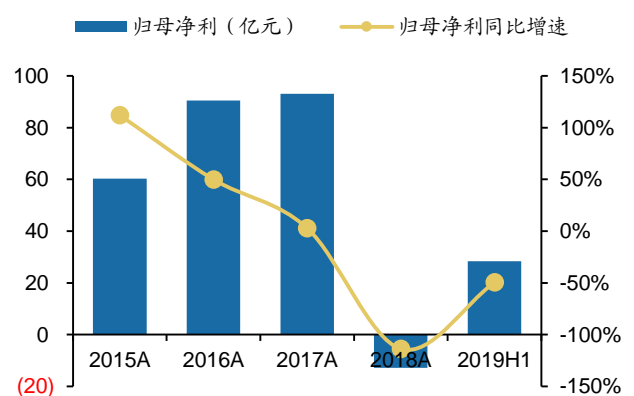
上市公司业绩方面，我们选取从A股21家广告营销上市公司作为标的池，以分析在宏观环境变化下广告营销行业的经营情况变化。从营收端来看，2019年上半年21家广告营销公司合计营收565.1亿元，同比下滑1.7%。拆解季度营收来看，2019Q1合计营收为265亿元，同比略增1.4%；2019Q2单季度合计营收299.8亿元，同比下滑4.3%，环比增长13.1%。上半年广告营销行业公司营收端增速疲软主要是因为经济下行广告主的投放预算缩紧，目前来看广告营销公司营收回升仍需等待经济回暖带动广告主需求提升，Q2环比Q1有所回升主要是因为广告营销行业的季节性。净利来看，2019H1广告营销行业21家公司合计实现归母净利28.34亿元，同比下滑49.6%，21家公司中14家公司净利端呈现同比下滑。

图81：广告营销行业营业收入及增速



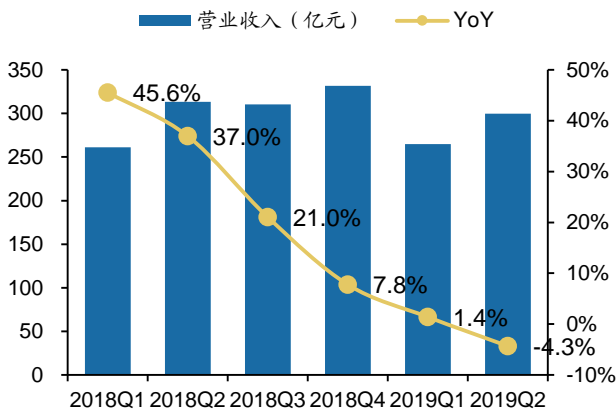
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图82：广告营销行业归母净利及增速



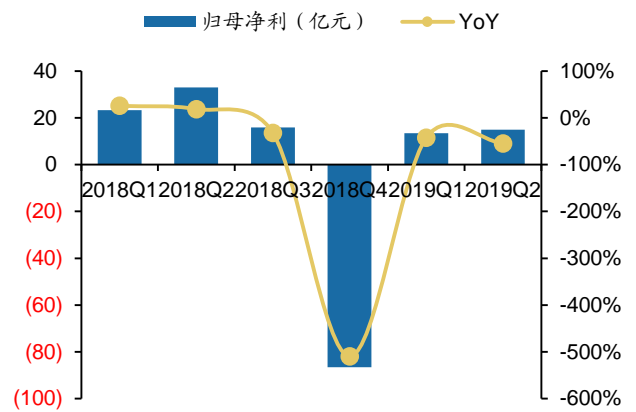
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图83: 广告营销行业分季度营业收入及增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

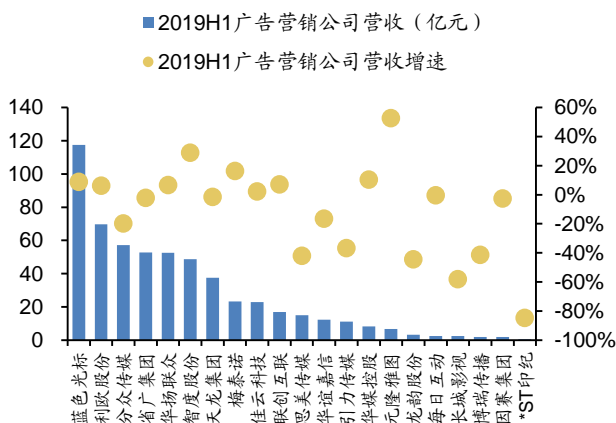
图84: 广告营销行业分季度归母净利润及增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

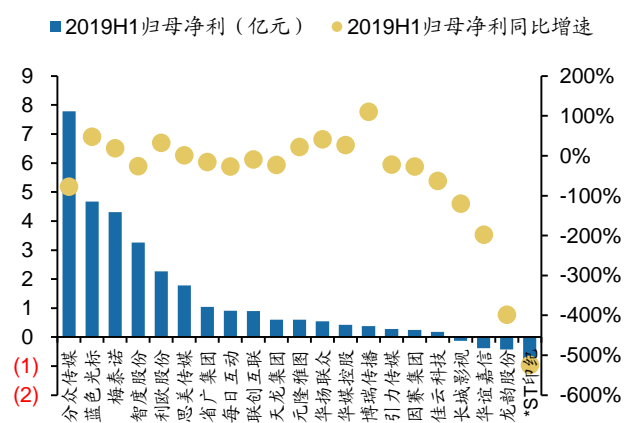
具体公司来看, 2019H1广告营销行业营收规模排前的公司包括蓝色光标(19H1营收117.5亿元, 同比变动9%)、利欧股份(19H1营收69.79亿元, 同比变动6.3%)、分众传媒(19H1营收57.17亿元, 同比变动-19.6%)、省广集团(19H1营收52.65亿元, 同比变动-2.1%)以及华扬联众(19H1营收52.49亿元, 同比变动6.6%)。从营收规模TOP5的公司来看, 19H1营收增长较乏力, 楼宇广告龙头分众传媒受需求疲软以及竞争影响, 上半年营收同比下滑幅度达19.6%, 从公司披露的Q3业绩指引来看, 需求端回暖或仍需等待一段时间。蓝色光标受益中国企业出海潮, 上半年出海广告投放业务增长强劲, 综合国内营销业务的疲软, 整体呈现9%的营收增长。我们认为中国企业出海潮或将持续2-3年, 蓝色光标作为出海广告投放的优质标的, 将持续受益出海潮, 预计公司出海投放业务营收将保持增长。

图85: 广告营销行业2019H1营业收入及增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图86: 广告营销行业2019H1归母净利润及增速

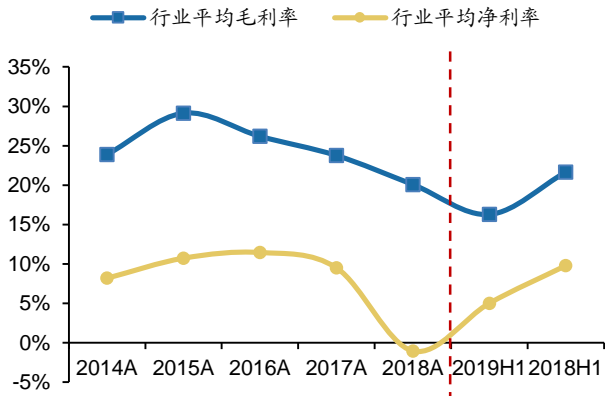


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

从具体的盈利能力来看, 自2015年以来, 行业平均毛利率持续下滑, 2019H1行业平均毛利率为16.3%, 相比2018年同期下降5.2pct。2019H1行业平均净利率为5.0%, 同比下降4.8pct。毛利率水平下滑明显主要是因为如分众传媒等龙头公司在

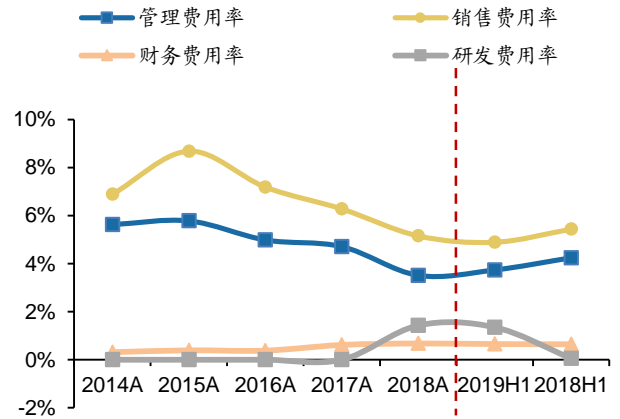
行业竞争加剧的情况下加速扩张，短期成本端有一定压力，拉低毛利率，我们认为长期来看随着近期布局的产能逐渐释放，毛利压力将会有所缓解，净利水平也将会有所提升。从期间费用来看，进入18年以来行业整体费用率较稳定，2019H1年行业整体销售费用率为4.9%（YoY-0.5pct），管理费用率为4.2%，研发费用率为1.4%。财务费用率为0.7%。行业整体来看，对于费用把控能力较强。

图87：广告营销行业毛利率及净利率（%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图88：广告营销行业期间费用情况（%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（注：2018H1、2017年及之前年份的管理费用包含研发费用，2018年及之后财年管理费用不包含研发费用）

风险提示：宏观经济不景气，广告主收紧投放预算；行业竞争加剧；新型广告营销方式的出现冲击现有媒介广告收入。

八、教育：教育各版块鼓励及规范政策推进落地，关注职教以及教育信息化

8.1 行业现状：鼓励及规范政策频出台，政策仍是板块主要催化剂

教育各版块鼓励及规范政策陆续出台，政策仍是教育板块最主要催化剂。2019年2月国务院发布《国家职业教育改革实施方案》以来，职教相关的鼓励政策持续出台，明确职教产业发展的具体方案。5月份《高职扩招专项工作实施方案》以及《职业技能提升行动方案（2019-2021年）》陆续出台，明确2019年高职扩招100万人的有关要求和主要任务，并明确职业技能提升的具体方案，计划到2021年底技能劳动者占就业人员总量的比例达25%以上，高技能人才占技能劳动者的比例达到30%以上。除了职业教育板块的鼓励政策之外，今年以来教育行业相关的规范政策也持续落地，规范各个细分领域的办学以及教学。2019年7月，国务院发布《关于深化教育教学改革全面提高义务教育质量的意见》，作为第一个聚焦义务教育阶段教育教学改革的重要文件，意见提出了全面提高义务教育质量的主要任务。2019年7月15日，教育部等六部门发布《关于规范校外线上培训的实施意见》，明确全国线上培训及机构的备案排查任务；8月28日，李克强总理在国务院常务会议上提出要推进“互联网+教育”，鼓励符合条件的各类主体发展在线教育，为职业培训、技能提升搭建普惠开放的新平台，在线教育的鼓励以及规范并举。我们认为在18年线下培训机构严监管之后，线上培训机构也需要参照线下的设立标准，在需求增长而规范化推进的背景下，办学规范的机构将有望持续收益。总结来看，今年以来，教育各版块鼓励以及规范政策持续出台，政策仍是教育板块发展的主要的催化剂。

表9：近期教育相关鼓励及规范政策

| 时间 | 部门 | 政策 | 内容 |
|------------|---------|----------------------------------|---|
| 2019.02.13 | 国务院 | 《国家职业教育改革实施方案》 | 健全国家职业教育制度框架：提高中等、高等职业教育发展水平；完善高层次应用型人才培养体系；完善教育教学相关标准；启动1+X证书制度试点工作等 |
| 2019.3.5 | 国务院 | 《2019年政府工作报告》 | 改革完善高职院校考试招生办法，鼓励更多应届高中毕业生和退役军人、下岗职工、农民工等报考，今年大规模扩招100万人 |
| 2019.4.30 | 李克强 | 国务院常务会议 | 确定使用1000亿元失业保险基金结余实施职业技能提升行动的措施，提高劳动者素质和就业创业能力 |
| 2019.5.13 | 教育部等六部门 | 《高职扩招专项工作实施方案》 | 明确2019年高职扩招100万人的有关要求和主要任务 |
| 2019.5.24 | 国务院 | 《职业技能提升行动方案（2019-2021年）》 | 明确职业技能提升的具体方案，计划到2021年底技能劳动者占就业人员总量的比例达25%以上，高技能人才占技能劳动者的比例达到30%以上 |
| 2019.7.8 | 国务院 | 《中共中央国务院关于深化教育教学改革全面提高义务教育质量的意见》 | 中共中央、国务院印发的第一个聚焦义务教育阶段教育教学改革的重要文件，意见提出了全面提高义务教育质量的主要任务 |
| 2019.7.15 | 教育部 | 《教育部等六部门关于规范校外线上培训的实施意见》 | 2019年12月底前完成对全国校外线上培训及机构的备案排查 |
| 2019.8.28 | 李克强 | 国务院常务会议 | 确定进一步促进体育健身和体育消费的措施；推进“互联网+教育”，鼓励符合条件的各类主体发展在线教育，为职业培训、技能提升搭建普惠开放的新平台 |
| 2019.8.30 | 教育部、商 | 《关于做好外商投资营利性 | 外资语言类培训机构需申请办学许可、外籍教学人员应具备资质 |

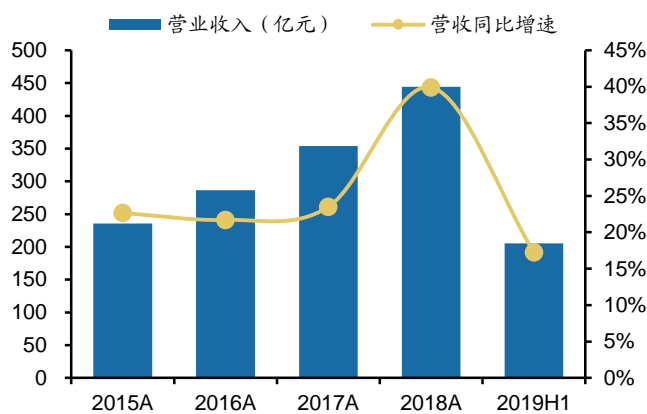
务部等 非学历语言类培训机构审批
登记有关工作的通知》

数据来源：国务院，教育部，广发证券发展研究中心

8.2 上市公司表现：职教及教育信息化龙头标的表现亮眼

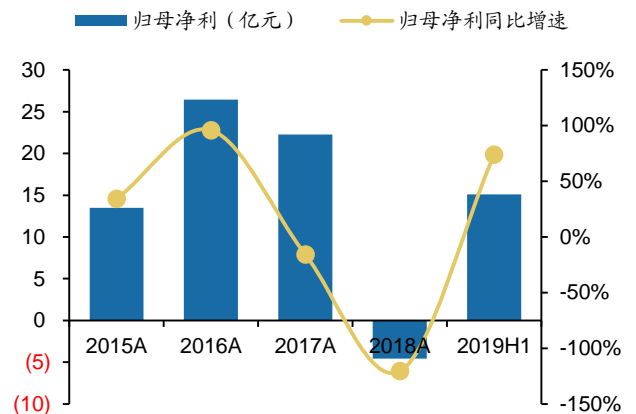
职业教育以及教育信息化龙头标的业绩表现亮眼，政策鼓励之下有望持续增长。因为A股教育概念公司多是通过并购切入教育赛道，根据教育业务在整体营收中的占比，我们筛选17家相关公司作为教育板块标的池，相比2018年年报总结的标的池新增一家2019年5月份上市的教育信息化标的—鸿合科技。2019年上半年17家标的公司合计营收为205.39亿元，同比增长17.3%，教育业务的并表增厚上市公司营收（部分公司2018H1尚未实现主要的教育业务并购）。净利端来看，2019H1年教育板块合计实现归母净利15.1亿元，同比增长74%，上半年的净利增幅传媒各子版块的前列。单季度来看，2019Q2合计实现营收116.2亿元，同增17.3%，环增30.3%；2019Q2合计实现归母净利10.28亿元，同比增长74.1%，环比增长114%。

图89：教育行业营业收入及增速（%）



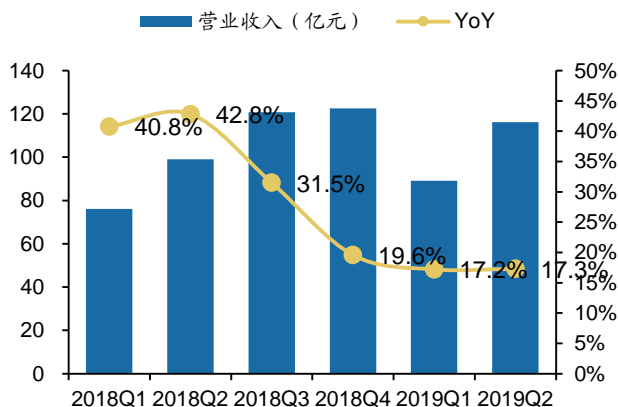
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图90：教育营销行业归母净利及增速（%）



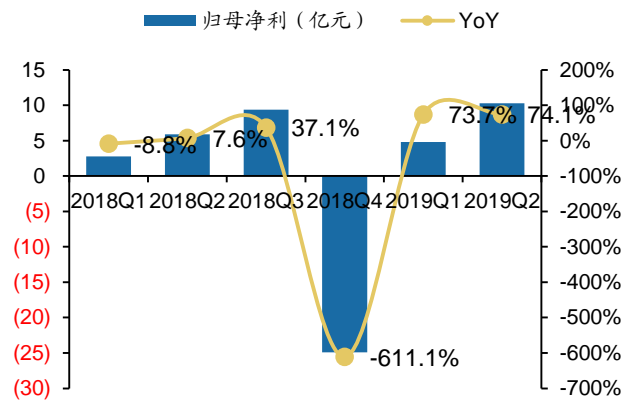
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图91：教育企业单季度营业收入及增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图92：教育企业单季度归母净利及增速

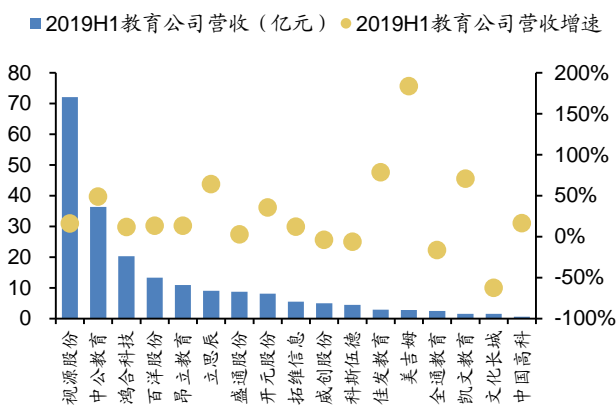


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

个股来看，17家教育企业中，营收规模排前的公司为视源股份（19H1营收72.05亿元，同比增长15.9%）、中公教育（19H1营收36.37亿元，同比增长48.8%）、鸿合科技（19H1营收20.25亿元，同比增长11.7%）。视源股份营收结构中包含板卡业务以及交互智能平板业务等，拆解来看，其教育业务上半年实现营收21亿元，同比增长14.15%。从营收增速来看，上半年营收增速排前的标的包括美吉姆（19H1营收2.77亿元，同比增长183.5%）、佳发教育（19H1营收2.92亿元，同比增长78.3%）、凯文教育（19H1营收1.53亿元，同比增长70.8%）、立思辰（19H1营收9.03亿元，同比增长64.2%）。其中美吉姆增长迅速，主要是因为早教业务并表驱动；凯文教育营收大幅增长主要是因为报告期内旗下学校招生规模扩大；立思辰营收增长主要是因为公司大语文业务增长明显。

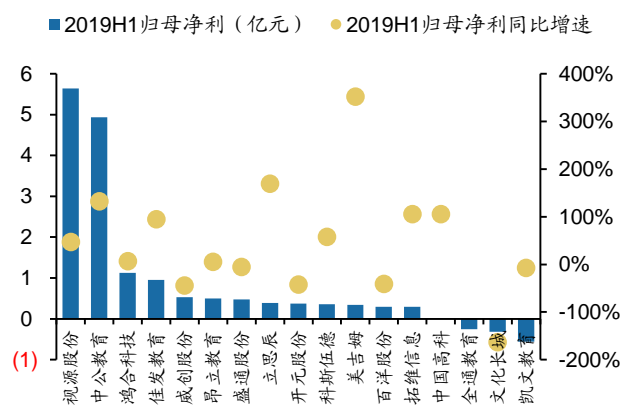
净利端来看，2019年上半年17家公司中，全通教育、文化长城以及凯文教育三家公司亏损，其余公司均实现盈利。从盈利规模来看，视源股份以及中公教育排前。视源股份2019H1实现归母净利5.64亿元，同比增长46.5%。视源股份净利端大幅增长一是因为板卡以及交互智能平板业务持续增长，二是因为在成本控制以及产品结构优化的推动下板卡以及交互智能平板业务的毛利率均有提升。中公教育2019H1实现归母净利4.93亿元，同比增长132.2%，各业务板块的快速增长驱动收入端增长，同时规模效应带来公司净利率的提升。

图93：教育企业2019H1营收及增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

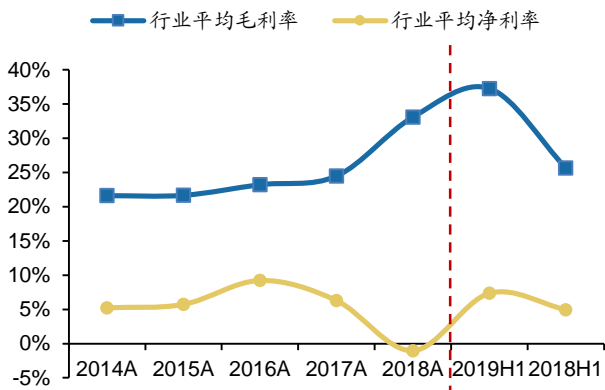
图94：教育企业2019H1归母净利及增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

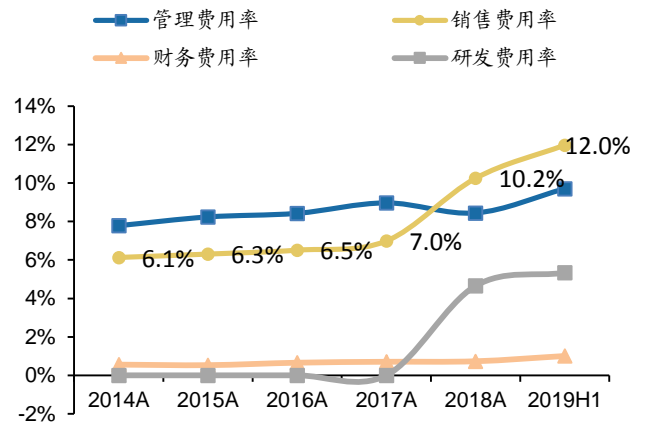
盈利能力来看，2019H1年行业平均毛利率为37.3%，相比2018年同期提高11.6pct。随着教育业务占比逐渐提高，毛利水平有望进一步提高。净利来看，2019H1板块整体净利率为7.4%，相比2018H1提高2.4pct。期间费用来看，A股教育公司教育业务多为培训类，相比学历制学校而言，培训机构的获客成本较高，需要支出一定的销售费用。2019H1板块销售费用率为12.0%，相比2018年同期提高1.8pct。

图95: 教育行业毛利率及净利率 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

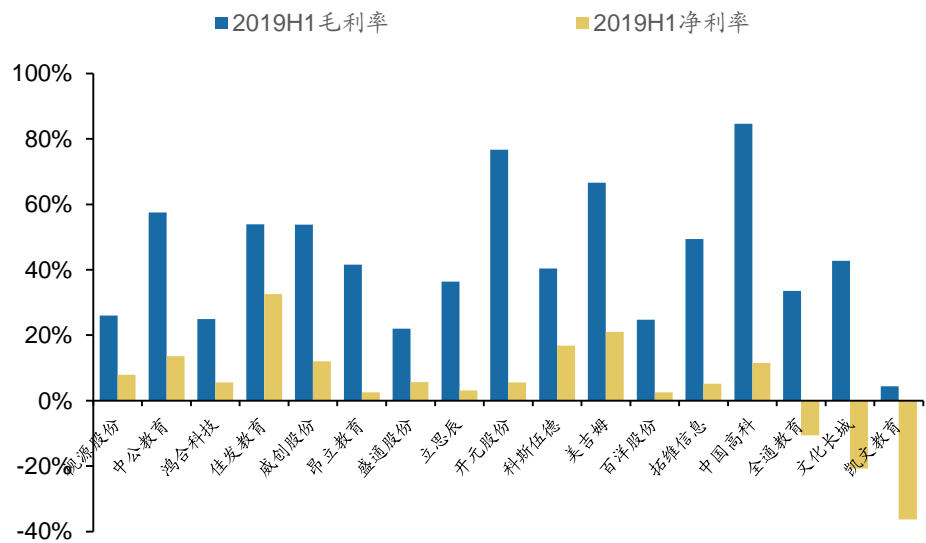
图96: 教育行业期间费用情况 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

(注: 2018H1、2017年及之前年份的管理费用包含研发费用, 2018年及之后财年管理费用不包含研发费用)

图97: 各教育公司盈利能力



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

风险提示: 教育资产证券化政策推进不及预期; 在线教育机构开启严监管; 行业竞争加剧。

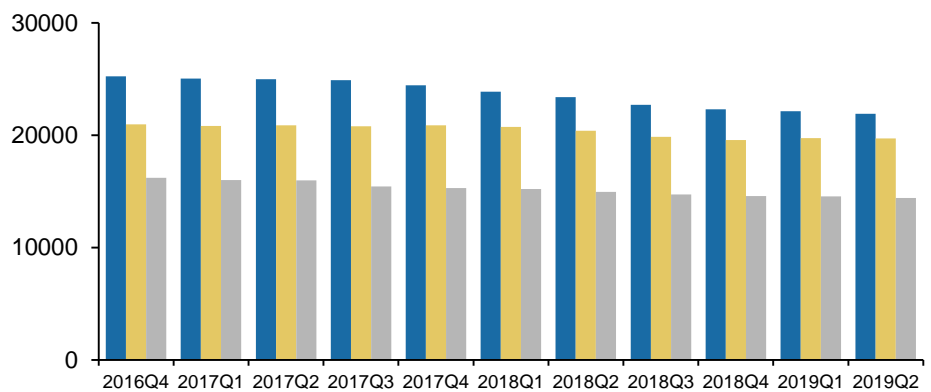
九、广电：有线增长疲软，新媒体运营商持续增长；5G或推动新业态发展

9.1 行业现状：有线电视发展疲软，新媒体 IPTV 及 OTT 持续增长

新媒体冲击下，有线电视用户规模持续缩窄，IPTV及OTT用户持续增长。截至2019Q2末全国有线电视用户数为2.19亿户，相比2018年末减少406.1万户。而新媒体方面，IPTV以及OTT的用户在持续增长。根据工信部数据，截至2019H1末IPTV用户达2.81亿户，相比Q1末进一步增长900万户。以固定宽带接入用户为基数计算，2019H1末IPTV的渗透率已达64.7%，相比Q1末提高0.5个百分点。而OTT数据上，根据奥维云网数据，截至2019H1通过OTT设备入网的终端规模合计共达2.32亿台，已占到了家庭联网电视规模的51%。

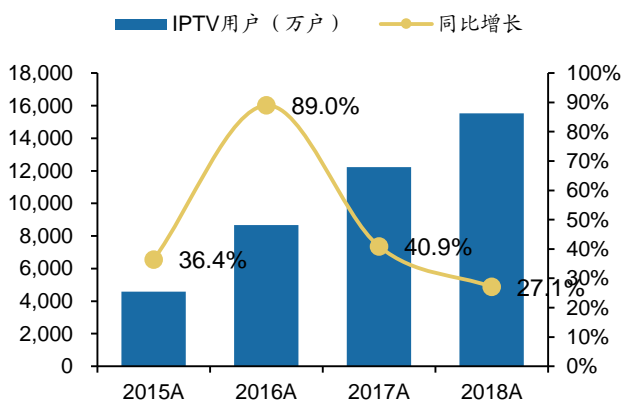
图98：全国有线电视用户数

■ 有线电视用户（万户） ■ 有线数字电视用户（万户） ■ 有线数字电视缴费用户（万户）



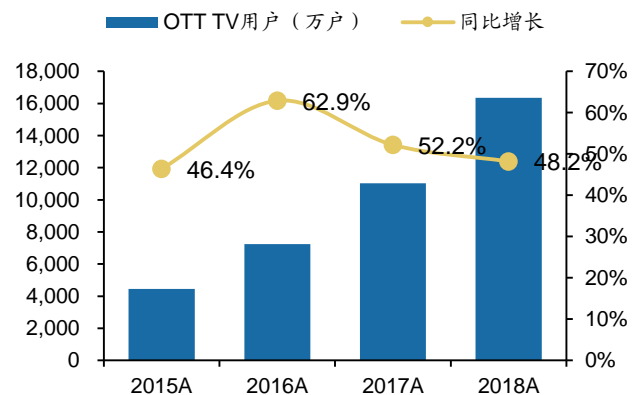
数据来源：《中国有线电视行业发展公报》，广发证券发展研究中心

图99：2015-2018年中国IPTV用户发展进程



数据来源：《中国有线电视行业发展公报》，广发证券发展研究中心

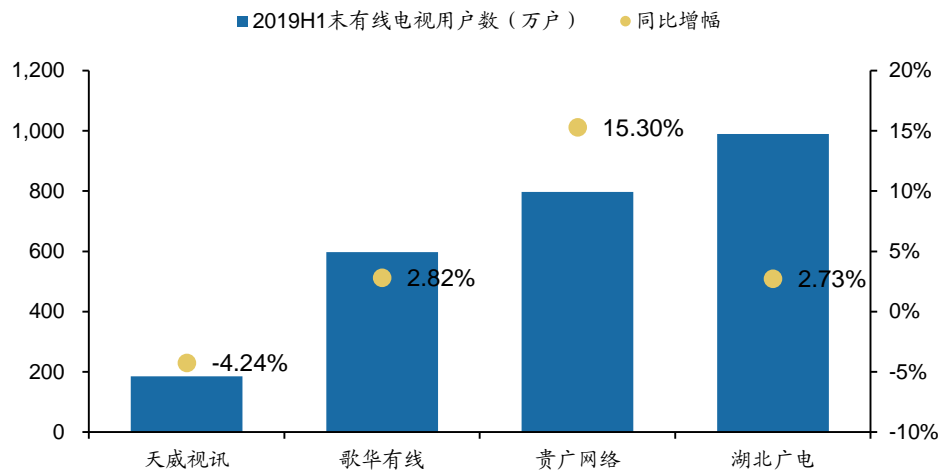
图100：2015-2018年中国OTT用户发展进程



数据来源：《中国有线电视行业发展公报》，广发证券发展研究中心

我们结合已上市的有线电视运营商以及新媒体运营商的用户数做进一步说明。从目前有线电视上市公司具体的用户数来看，广电企业基础业务有线电视用户数整体呈现增长疲软的态势，在披露用户数的公司中仅贵广网络有线电视用户总数实现了10%以上的增长。2019H1末贵广网络有线电视用户数为797万户，同比净增15.3%。歌华有线、湖北广电略微增长，而天威视讯有线电视用户数同比呈现下滑趋势。有线电视用户数增长疲软的同时，新媒体运营商的IPTV以及OTT用户数持续在增长。

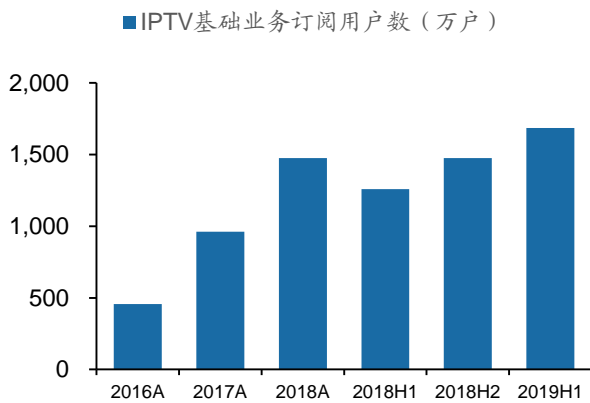
图101: 有线电视用户数



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

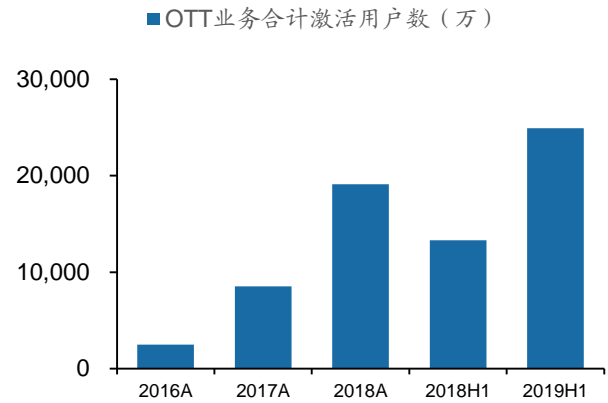
在广电板块12家上市公司中，新媒股份是首家在A股独立的新媒体公司，主营IPTV以及OTT等业务。19年6月末，公司基础业务订阅用户1684.81万户，同增33.81%。18H2净增216万户，19H1净增210万户，用户净增量较稳定。19年6月末，广东省固定宽带接入用户3844.9万户，以宽带用户为基数计算广东省IPTV渗透率为43.8%；若以广东省总家庭数计算（按每户人口3.12人），广东省渗透率为46.3%，距离全国的平均水平仍有较大提升空间。OTT方面，19年6月末，云视听系列产品（4款）合计累计激活用户数2.49亿户，同增87.24%。其中，云视听极光（与腾讯合作）累计激活用户1.59亿，云视听电视猫（与千杉网络合作）累计激活用户4335万户，云视听悦听TV（与飞狐信息）累计激活用户2258万户，云视听小电视（与哔哩哔哩合作）累计激活用户2382万户。

图102: 新媒股份IPTV基础业务用户数



数据来源: 新媒股份财报, 广发证券发展研究中心

图103: 新媒股份OTT业务累计激活用户数

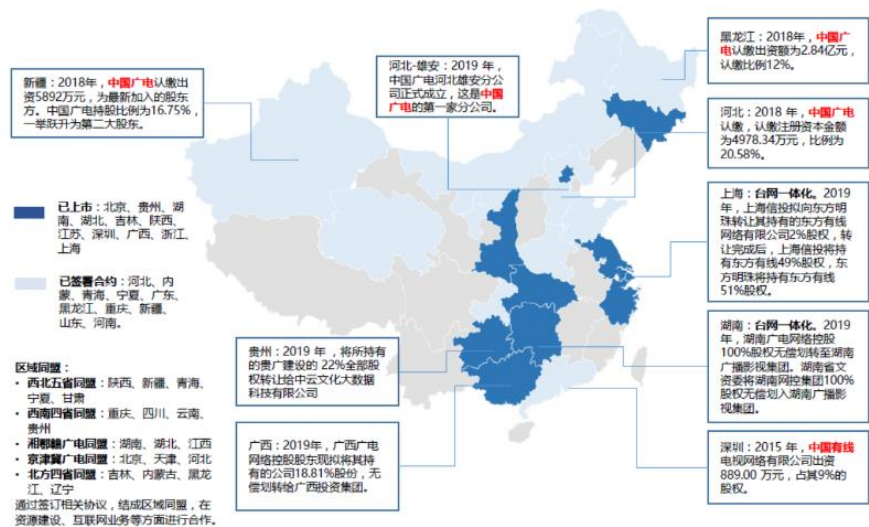


数据来源: 新媒股份财报, 广发证券发展研究中心

9.2 未来发展: 5G 时代来临, 全国一网推进有望加速

5G时代来临, “全国一网”整合推进有望为有线电视企业发展带来新动能。而对于广电企业, 尤其主营有线电视业务的企业来说, 广电系获准得到一张5G商用牌照或为行业带来新的发展机遇。2019/8/19, 广电总局发布《关于推动广播电视和网络视听产业高质量发展的意见》, 意见再次强调加快广电5G和加快实现“全国一网”。全国一网整合实施细则落地在即, 一张网整合有望实质推进, 全国性有线电视网络股份公司有望加快组建。全国一网建成后, 手握5G商用牌照的广电网在三网融合中的竞争力有望提升, 广电5G若能在融媒体建设上发力, 结合智慧广电战略, 整体将有望迎来营收新增长点。同时意见还强调超清内容加速在有线/IPTV/OTT的大屏应用, 从广电产业链、IPTV以及国内的OTT产业链来看, 意见有望带动从上游超高清内容制作, 到中游平台运营方, 到下游智慧大屏硬件厂商全产业链发展。

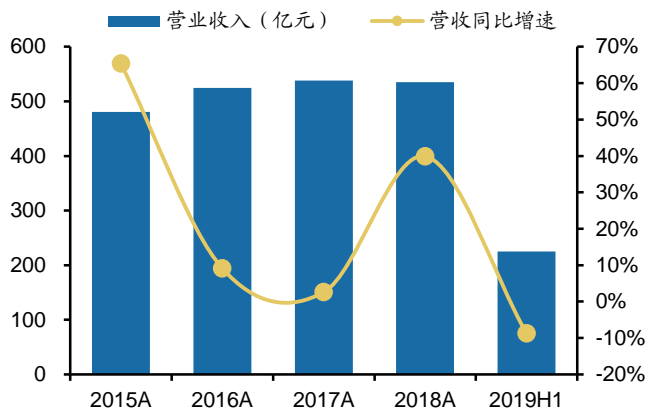
图104: 全国一网整合推进情况



数据来源: 广电总局, 广发证券发展研究中心

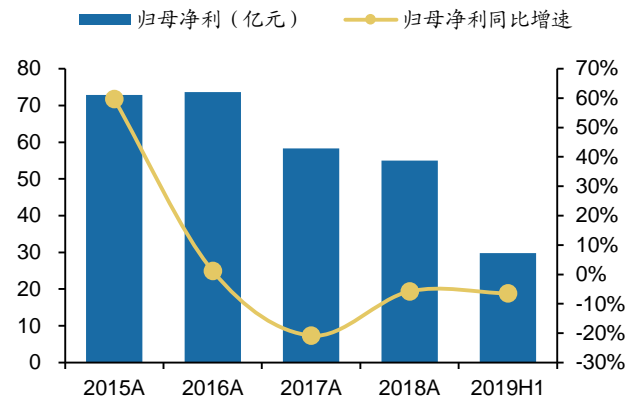
9.3 上市公司表现：有线电视运营商营收增长缓慢，新媒体运营商保持高速增长
 从上市公司财务数据来看广电企业经营情况。12家上市公司2019年上半年合计营收为225.22亿元，同比略下滑8.8%。营收持续下滑主要是因为主营业务有线电视业务用户持续流失，随着广电企业业务转型推进，在三网融合背景下业务有望多元化发展以增厚营收。净利端来看，2019H1行业合计归母净利润为29.82亿元，同比下滑6.5%。

图105: 广电行业营业收入及增速 (%)



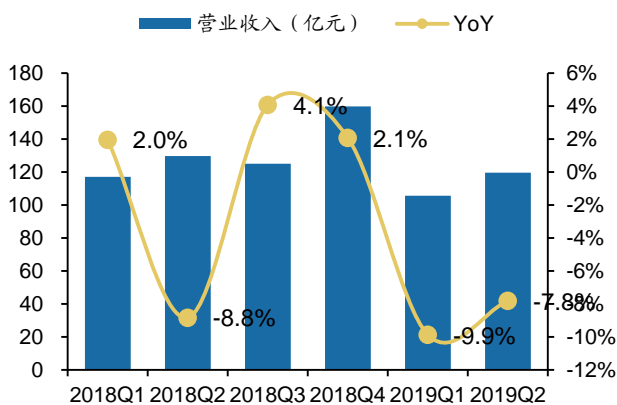
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图106: 广电行业归母净利润及增速 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

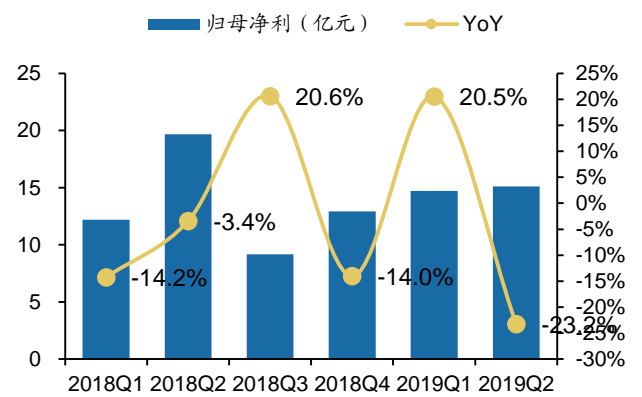
图107: 广电行业单季度营业收入及增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

(注: 新媒股份今年上市, 未披露2018年分季度情况, 2018Q3Q4营收及净利数据均以0计入)

图108: 广电行业单季度归母净利润及增速

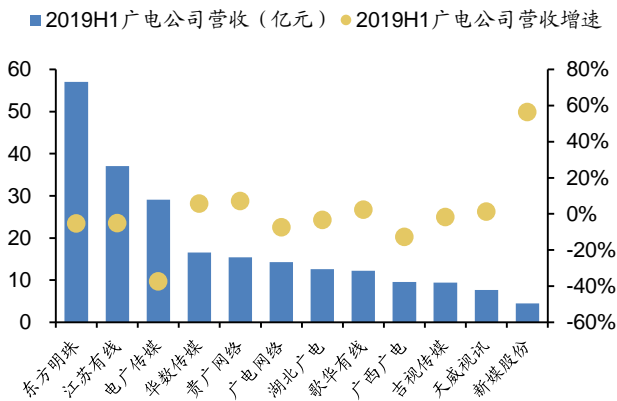


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

分公司来看，广电企业中营收规模排前的公司为东方明珠（19H1营收57.06亿元，同比下滑5.3%），江苏有线（19H1营收37.10亿元，同比下滑5.1），电广传媒（19H1营收29.05亿元，同比下滑37.3%）。12家广电企业中7家企业营收同比下滑，仅华数传媒、贵广网络、歌华有线、天威视讯以及新媒股份营收同比正增长。其中新媒股份2019H1营收增速为56.5%，新媒股份营收增长强劲主要是因为新媒体业务IPTV以及OTT用户数持续增长，内容丰富化带动IPTV业务ARPU值提升。从

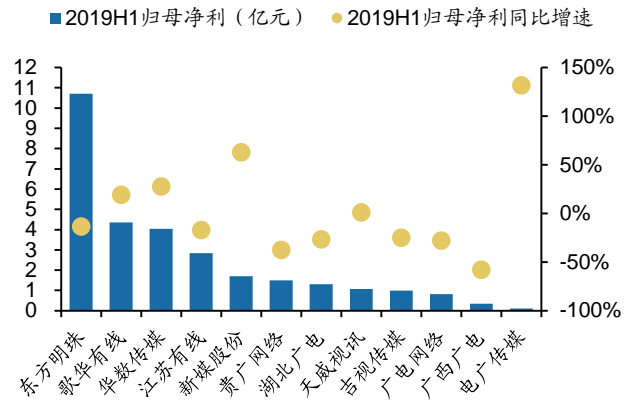
上市公司的业绩表现也可以看到，在新媒体的冲击下，有线电视企业经营压力较大。

图109: 广电行业各企业2019H1营收情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

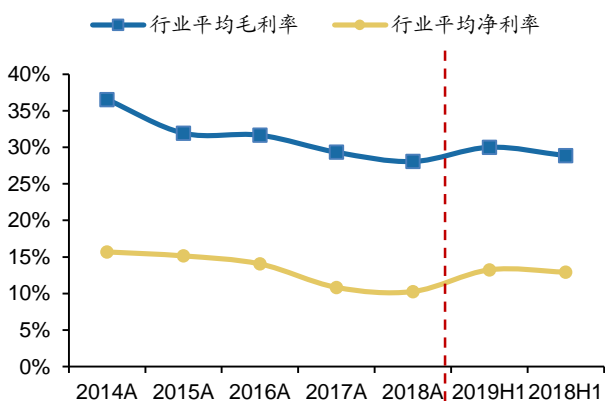
图110: 广电行业各企业2019H1归母净利情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

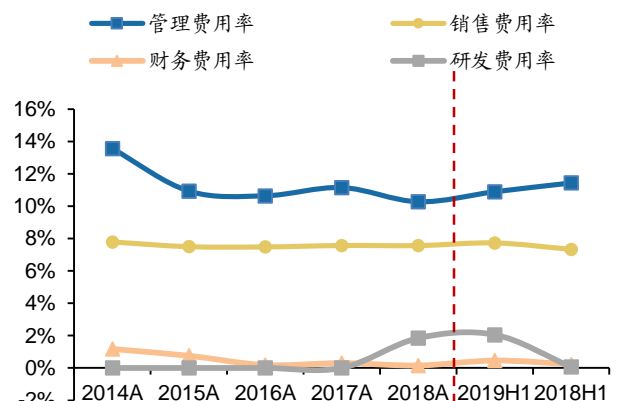
盈利能力来看，2019H1年行业整体毛利率为30%，相比去年同期提升1.1pct。广电企业由于行业特性，其边际成本较低，随着前几年大幅投资逐渐消化，未来整体毛利率水平有望提升。净利率方面，2019H1行业整体净利率为13.2%。分企业来看，不同广电企业之间盈利水平有一定差别。作为新媒体代表的新媒股份盈利能力最强，2019H1新媒股份毛利率为53.9%，净利率为38.1%。新媒股份盈利能力强于其他11家广电企业主要是因为新媒股份经营IPTV以及OTT业务为主，资本开支小于有线电视运营商。随着未来广电企业业务逐渐向IPTV以及OTT业务延伸，广电企业盈利能力将有进一步提高空间。

图111: 广电行业毛利率及净利率 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

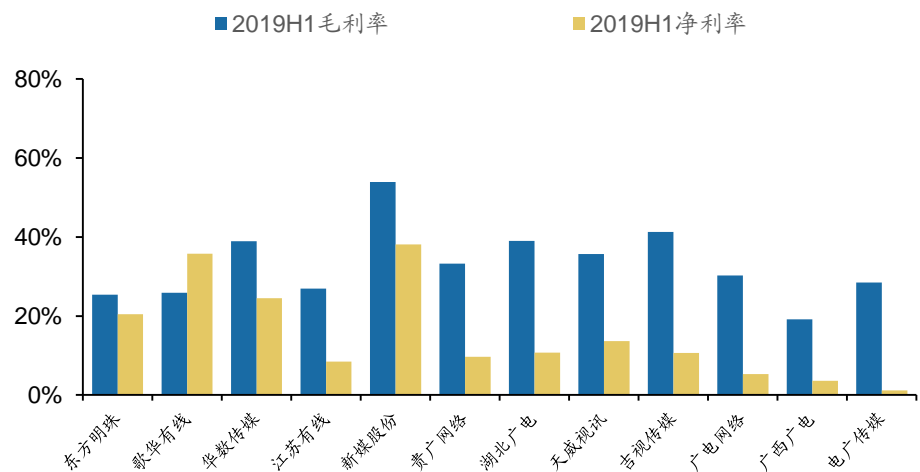
图112: 广电行业期间费用情况 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

(注: 2018H1、2017年及之前年份的管理费用包含研发费用, 2018年及之后财年管理费用不包含研发费用)

图113: 广电企业盈利水平



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

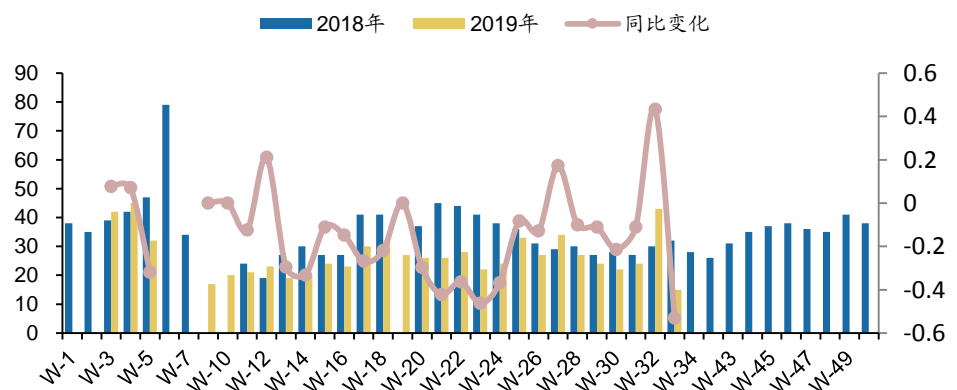
风险提示: 全国一网整合推进速度不及预期; 有线电视用户持续流失。

十、影视内容: 行业严监管期, 会员引领视频网站增长

10.1 电视剧: 备案数和发行数量同比下滑, 现代题材剧表现突出

内容供给侧改革持续推进, 行业集中度有望抬升。根据国家广电总局信息, 2019~2021年获得《电视剧制作许可证(甲种)》机构共73家, 同比减少40家。从横店影视城娱乐披露信息显示, 2019年上半年每周剧目拍摄的数量同比下滑20~30%。今年6~8月份期间, 拍摄活跃度有所回暖, 拍摄剧组数量在第32周达到峰值43个, 同比增加约13个。

图114: 横店影视城剧目拍摄动态(部)和同比增速(%)

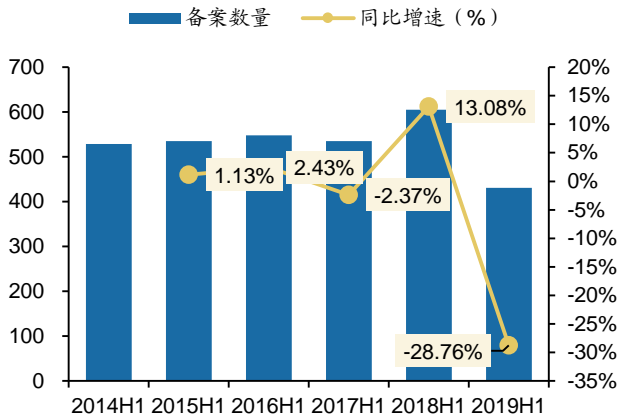


资料来源: 横店影视城娱乐, 广发证券发展研究中心

根据国家广电总局电视剧电子政务平台的数据显示, 2019H1电视剧拍摄备案总计

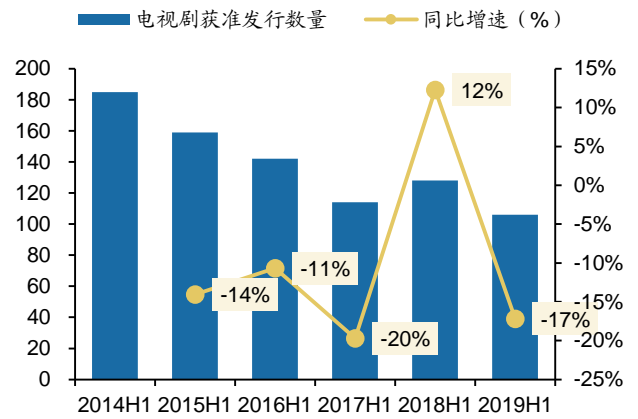
431部，较去年同期605部减少28.76%。其中，制作备案的古代剧数量仅为34部，同比大幅下滑64.21%，占比同比减少7.81pct至7.89%。上半年生产完成并获准发行的电视剧106部4,483集，较去年同期128部5,222集分别减少17.2%、14.15%。其中，视频平台新播国产剧190部（网络剧118部、电视剧72部），同比减少48部。

图115: 电视剧制作备案数量(部)和同比增速(%)



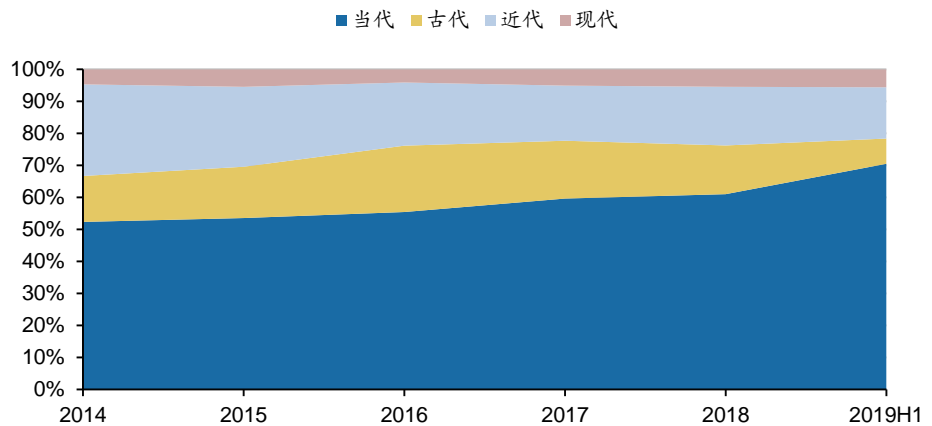
数据来源: 国家广电总局, 广发证券发展研究中心

图116: 电视剧发行数量(部)和同比增速(%)



数据来源: 国家广电总局, 广发证券发展研究中心

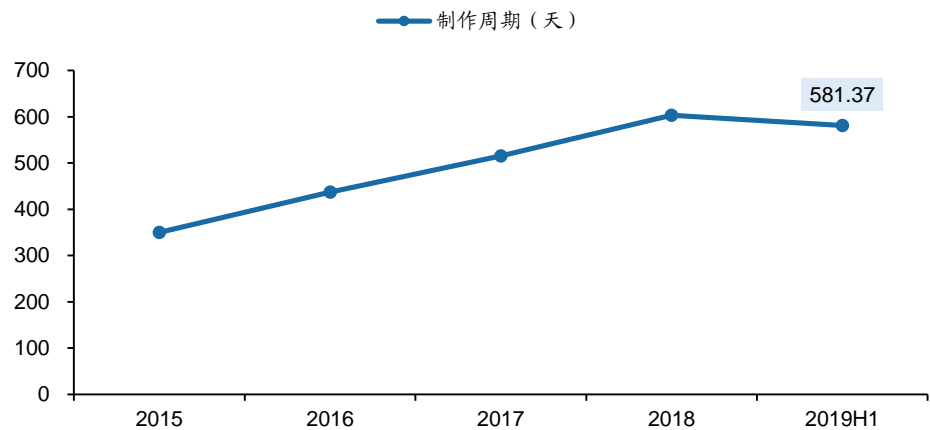
图117: 制作备案的电视剧各题材类型占比(%)



资料来源: 国家广电总局, 广发证券发展研究中心

上半年获准发行的电视剧中，从其完成制作备案到获准发行平均时间为581.37天，同比增长1.57%，影视剧制作周期拉长体现到影视制作公司的财务层面为“存货周转率下降、应收款账期拉长、资产减值风险增加、经营性现金流波动加大”。

图118: 电视剧从制作备案到获准发行的周期(天)

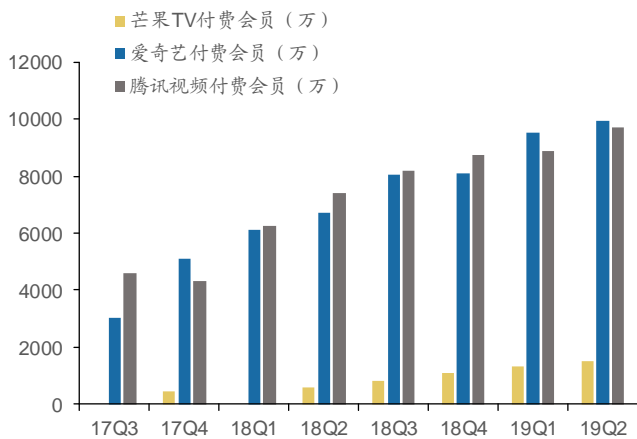


资料来源: 国家广电总局, 广发证券发展研究中心

10.2 视频网站: 内容成本下行, 会员仍处于快速增长期

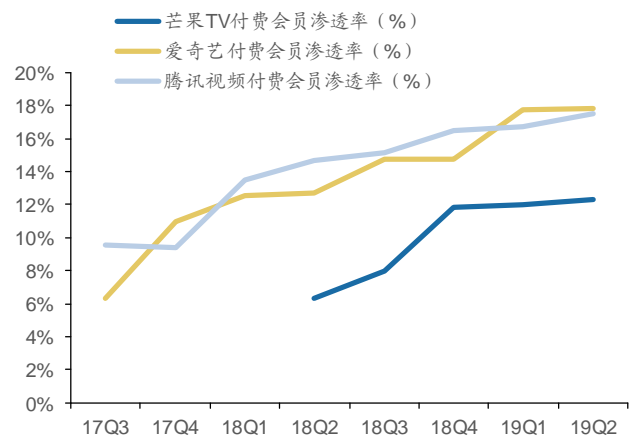
视频网站整体仍处于高速增长阶段, 会员渗透率的提升仍有空间。我们从内容制作端的下游渠道来看, 整体收入仍在高速扩张期, 但主要收入增长动力已经逐步由广告切换至会员。爱奇艺19Q2会员收入达到34.1亿, 同比增长38%, 而同期广告收入仅为-16%的增速。会员数量达到1亿人, 19Q2增量约为370万人。芒果超媒会员业务同比增长136%至7.9亿元, 付费会员19Q2末达到1501万人, 渗透率保持在12%。当前我国视频网站的付费率普遍没有超过20%, 预计后续仍有较高的提升空间。

图119: 视频网站付费会员数量推移



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

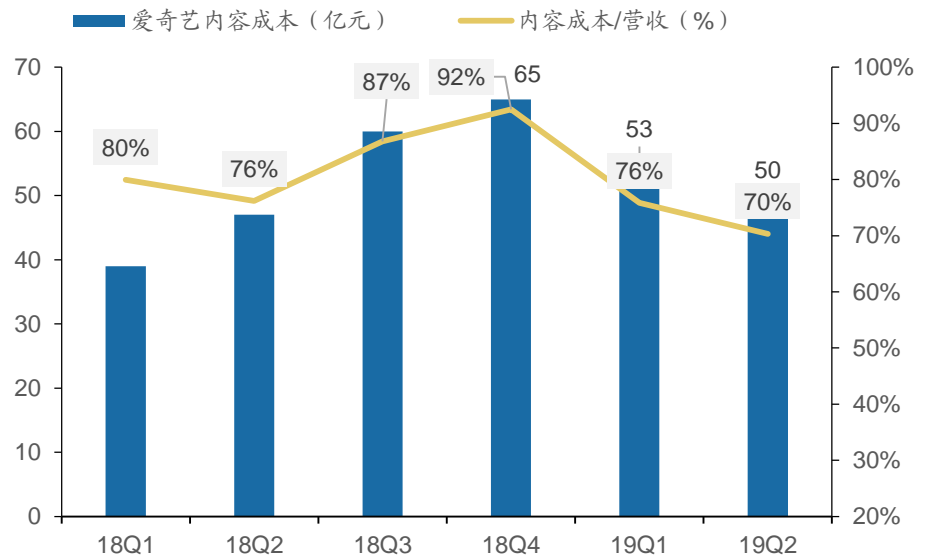
图120: 视频网站付费会员渗透率(%)推移



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

影视监管环境趋严, 视频网站整体会员数量。2018年爱奇艺的内容成本同增67%达到211亿元, 内容占比收入大约为84%。但19Q1-19Q2爱奇艺内容成本占收入比重分别降低至76%和70%, 绝对额约为53亿元和50元, A股影视剧公司面临的采购市场在迅速缩小, 其原因主要系监管环境的严格和广告收入不振导致视频网站开始缩减开支, 资本开支向自制倾斜, 进而也影响到了影视剧公司的利润情况。

图121: 爱奇艺2018年的内容成本约为211亿元, 占收入比重的84%

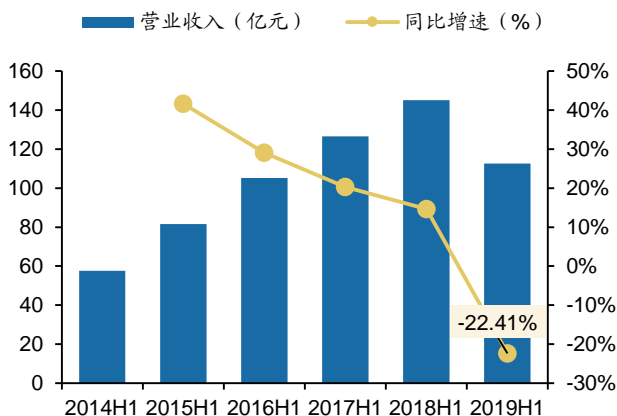


资料来源: 爱奇艺财报, 广发证券发展研究中心

10.3 财务数据: 影视内容毛利率显著缩窄, 上半年缺少重磅项目确认

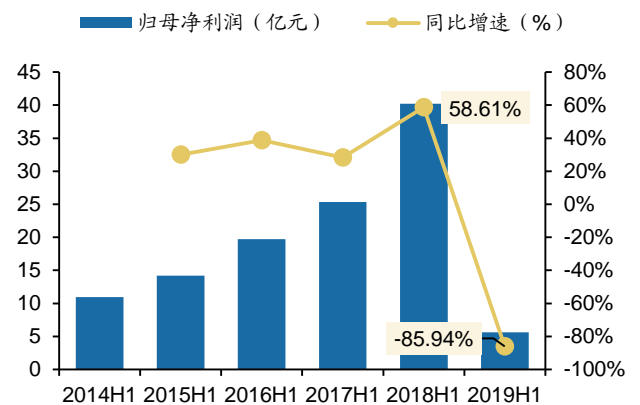
监管带来的财务压力从18Q4显现, 预计还将持续1-2个季度。由于影视剧的制作需要一定周期, 演员、制作、后期、宣发等费用在前期支出, 价格则是在后期与视频网站、电视台敲定, 因此限酬令推出之后, 影视剧公司普遍在收入端受到了较大的影响, 因为下游渠道要根据新的监管环境调整价格。2019上半年, 在视频网站内容开支大幅度增长的情况下, A股影视上市公司收入同比下滑22.4%至112.63亿元, 归母净利润同比下滑86%至5.65亿元。

图122: 影视内容营收和同比增速 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

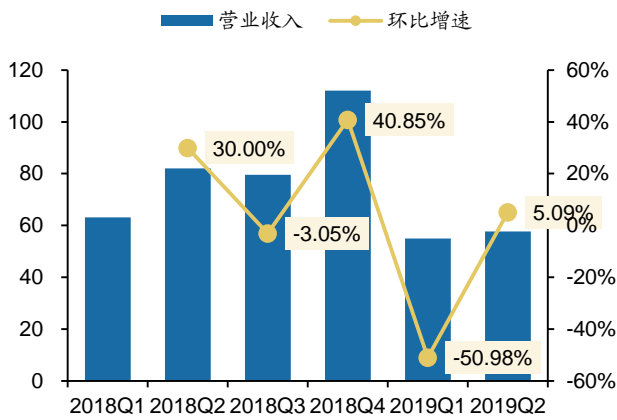
图123: 影视内容归母净利润和同比增速 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

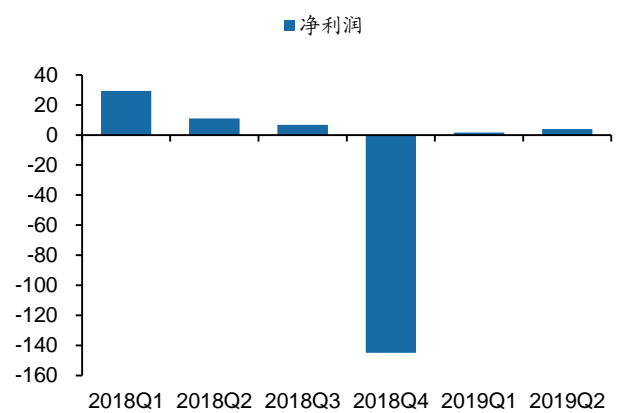
从单季度来看, Q2季度实现营业收入57.71亿元, 环比增长5.09%, 同比下滑29.66%, 下滑幅度相比Q1有所扩大; 实现归母净利润4.01亿元, 环比增长145%, 同比下滑63.4%, 扣非净利润亏损2.31亿元。

图124: 影视内容单季度营业收入(亿元)和环比(%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

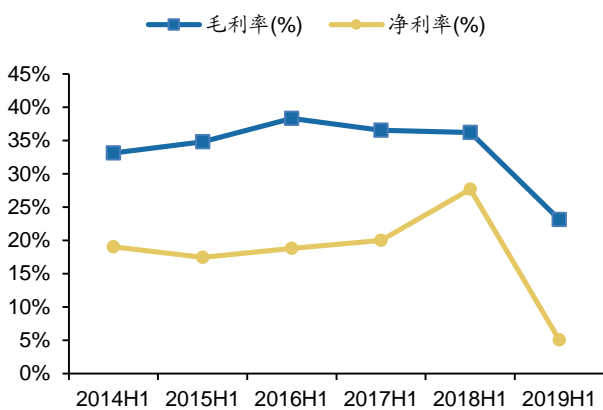
图125: 影视内容单季度归母净利润(亿元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

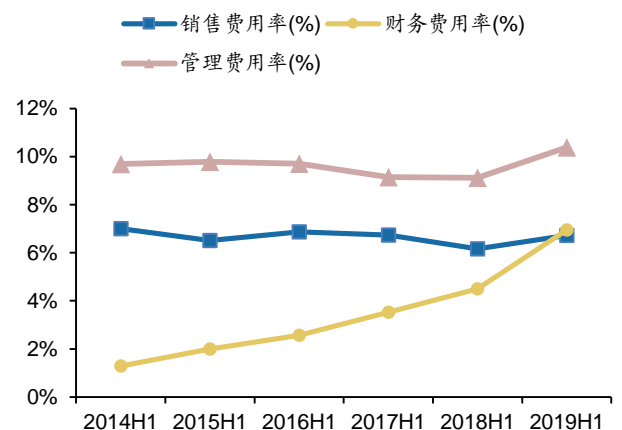
从财务比率来看, 毛利率出现了较明显的下滑, 19Q2环比企稳。我们刚刚提到的成本前置、收入后置的逻辑叠加视频网站调价, 将直接反映在影视剧公司的毛利率上, 2019H1行业平均毛利率下滑13.1pct至23.1%。19Q2毛利率同减9.7pct至23.79%, 环比Q1提升1.38pct, 边际有企稳迹象。影视内容板块的净利率从18Q2开始加速下行, 19H1归母净利率同比下滑22.67pct至5.02%, 19Q2同比减少6.41pct至6.95%, 环比提升3.97pct。

图126: 影视内容毛利率和净利率(%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图127: 影视内容板块费用率(%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

费用控制难度较大, 财务成本提升明显。由于影视项目制作周期拉长, 同时行业景气度下行导致融资困难, 板块的财务费用率持续提升, 截至2019H1财务费用为7.82亿元, 同比增长19.8%, 财务费用率同比提升2.45pct至6.95%, 销售费用和管理费用分别同比提升0.56pct和1.27pct, 分别为6.73%和10.39%。季度趋势来看, 19Q2的销售费用率和财务费用率环比持续增加, 管理费用率环比改善。

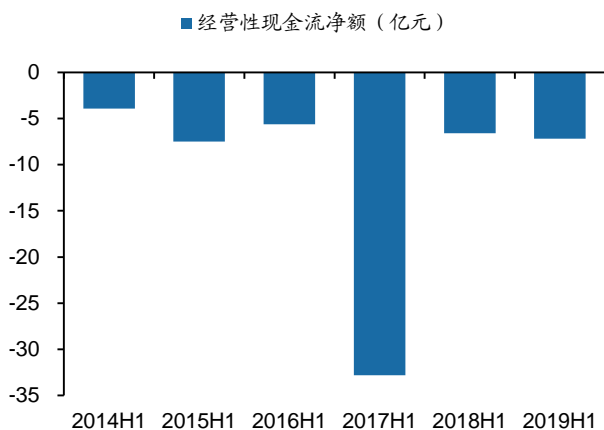
表10: 影视板块单季度财务指标

| 单季度财务指标 | 毛利率 | 销售费用率 | 管理费用率 | 财务费用率 | 资产减值损失率 | 归母净利率 |
|---------|--------|-------|--------|-------|---------|----------|
| 2018Q1 | 39.74% | 7.32% | 9.97% | 4.76% | -2.09% | 46.31% |
| 2018Q2 | 33.45% | 5.28% | 8.46% | 4.30% | 1.40% | 13.36% |
| 2018Q3 | 29.07% | 6.73% | 7.28% | 5.43% | 1.54% | 8.42% |
| 2018Q4 | 23.17% | 9.67% | 7.86% | 4.40% | 116.44% | -129.48% |
| 2019Q1 | 22.41% | 6.36% | 10.71% | 6.54% | -0.65% | 2.98% |
| 2019Q2 | 23.79% | 7.07% | 10.08% | 7.33% | 0.45% | 6.95% |

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

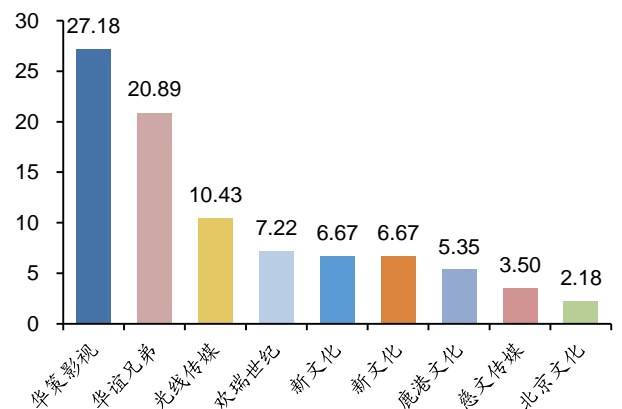
行业下行期将考验影视内容公司的现金储备, 行业仍处于下行状态。由于行业的经营属性导致上半年为影视公司现金投入较多, 经营性现金流为负, 随着项目上线, 下半年陆续收回。19H1板块经营性现金流净流出7.17亿元, 同比增长8.5%。从现金储备上, 行业整体现金储备约为105亿元, 其中华策影视(27.2亿元)、华谊兄弟(20.9亿元)、光线传媒(10.4亿元)为现金积累较充足的公司。

图128: 影视内容经营性现金流(亿元)及其增速(%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

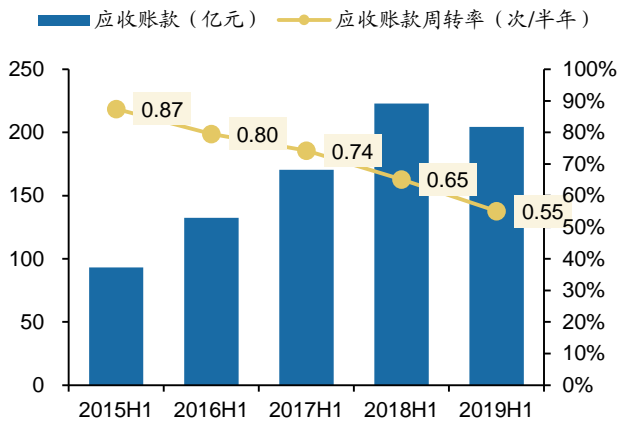
图129: 影视内容账上现金(亿元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

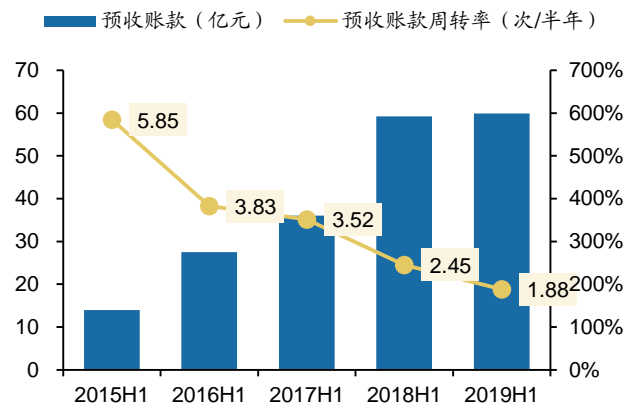
行业应收款账期略有拉长, 预收账款增长停滞或预示开工不足。2019H1影视剧公司的应收款高企达到204.4亿元, 应收账款周转天数约为326天, 相比2018H1提升约50.4天左右。由于当前定制剧集增多, 预收款能部分反映当前公司项目开展进度和前期回款情况。2019H1板块预收账款为59.91亿元, 同比持平, 预收账款/营业收入同比增长12.3pct%至53%, 说明定制剧集占公司产出的比重快速提升。此外, 预收账款周转天数为95.75天, 同比增加22.3天, 也反映了剧作制作周期的拉长。

图130: 影视内容应收账款及周转率



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图131: 影视内容预收账款及周转率



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

影视行业风险提示: 1) 影视公司监管趋严、融资渠道匮乏的风险。2) 商誉&存货减值和坏账的风险。2018年以来影视剧公司有大量的项目确认收入, 但并未收回现金流, 另外还有部分拍摄完成的项目在存货中。3) 自制挤占第三方制作空间的问题。行业当前自制比例上升, 在视频网站资本开支减少的情况下, 第三方影视内容制作的的空间受到一定的挤压。

风险提示

- 1) 行业监管进一步收紧的风险。传媒行业属于对政策最为敏感的行业, 上半年影视、游戏等政策显著压制了行业股价, 后续政策的风向变化有待进一步观察。
- 2) 商誉减值的风险。2014-2015年为传媒行业并购高峰期, 2018和2019年部分资产将完成最后一年的对赌, 在行业增速放缓的情况下, 并购资产或有盈利能力不达预期, 出现商誉减值的风险。
- 3) 消费需求不及预期的风险。传媒行业属于价格较低的可选消费品, 居民收入增速放缓或将导致消费需求不及预期。
- 4) 行业集中度过高, 互联网公司攫取大部分利润的风险。目前传媒各个行业均有互联网公司深度参与, 其平台型的卡位决定了赢家通吃的效应, 后续或许出现平台在场所占份额加大, 挤压其他资产盈利空间的情况。

广发传媒行业研究小组

旷 实：首席分析师，北京大学经济学硕士，2017年3月加入广发证券，2011-2017年2月，供职于中银国际证券。
朱可夫：资深分析师，香港科技大学经济学硕士，中国人民大学金融学学士，2017年加入广发证券发展研究中心。
叶敏婷：联系人，西安交通大学工业工程硕士、管理学学士，2018年加入广发证券发展研究中心
吴 桐：联系人，武汉大学金融学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。
徐呈隽：联系人，复旦大学世界经济学硕士、浙江大学经济学学士，2019年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

| | 广州市 | 深圳市 | 北京市 | 上海市 | 香港 |
|------|-------------------------------|---------------------------------|-----------------------------|--------------------------------|---------------------------------------|
| 地址 | 广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼 | 深圳市福田区益田路 6001号太平金融大 厦31层 | 北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层 | 上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼 | 香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室 |
| 邮政编码 | 510627 | 518026 | 100045 | 200120 | |
| 客服邮箱 | gfyf@gf.com.cn | | | | |

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经

营业收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。